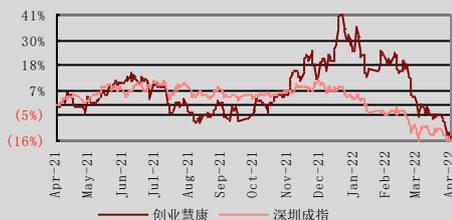


300451.SZ
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 6.91

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(38.5)	(13.2)	(30.8)	(13.5)
相对深证成指	(17.7)	(10.3)	(13.6)	1.2

发行股数(百万)	1,550
流通股(%)	85
总市值(人民币 百万)	10,709
3个月日均交易额(人民币 百万)	185
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
葛航	17

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
 以2022年4月14日收市价为标准

相关研究报告

《创业慧康: 开启慧康云 2.0, 向 HIS 云平台企业跃迁》 20210427

《创业慧康: 行业景气平稳, 业绩增长在途》 20201008

《创业慧康: 20Q1 超预期, 公卫补短板逻辑下受益者》 20200327

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

计算机: 软件开发

证券分析师: 杨思睿

(8610)66229321

sirui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518090001

创业慧康

再探医疗 IT 龙头的成长源泉

医疗信息化是疫情后周期投建重点, 韧性和弹性均有优势。公司深耕行业 20 多年, 成长性有望保持在行业之上。尤其是“新 HIS”建设周期、电子病历补齐、医保和公共卫生等重要驱动力被低估。维持买入评级。

支撑评级的要点

- **龙头厂商, 与行业同成长。**公司聚焦医疗 IT 领域, 有完备的产品体系和服务网络。近 10 年营收和净利润 CAGR 为 18.1% 和 25.1%, 成长性好。2021 年千万级订单金额同增超 40%, 市场份额扩大, 也反映客户层级向上渗透。行业政策力度保持高位; 发达国家 3~5% 的院端信息化投入也指引着长期空间 (国内 54% 医院投入占比低于 1%), IDC 预测 2024 年中国医疗 IT 规模超千亿。另外, 本文梳理未被充分认知的驱动力如下。
- **新 HIS 周期开启, 两条路径公司均有优势。**市场认为国内 HIS 建设成熟, 但忽略了目前已进入双重新建周期: (1) 老旧技术的 HIS 产品开始向新版本升级换代 (如新开发语言、技术架构等); (2) 云 HIS 逐步落地, 尤其是集团型医疗机构通过云 HIS 可以实现较低建设和运维成本。公司在前者具有明显优势, 在后者也已通过“慧康云 2.0”解决方案快速跟进。
- **电子病历建设空间余量仍充足。**在 2018 年出台了电子病历领域较具强制性的政策, 市场认为随后三年是电子病历等级提升周期, 仍有两块余量: (1) 各区域建设参差不齐, 部分后建地区需要补齐; (2) 泛三甲医院 (如私立、中医院等) 细化政策仍在陆续出台。我们估算对应市场空间近 400 亿元, 与前期体量相当甚至超出。
- **医保建设迎来加码, 公卫平台有长期逻辑。**医保局正加速信息化建设, DRGs/DIP 系统迎百亿市场; 公司中标多个省部级医保项目, 成为“新医保核心”。大健康、互联互通等公卫端需求长期存在, 公司中山模式在温州等地复制落地成功。此外, 联合平安、华为等巨头, 龙头地位增强。

估值

- 预计 2022-2024 年净利润为 5.3/6.8/8.4 亿元, EPS 为 0.35/0.44/0.54 元 (考虑院端建设稍后恢复及投入增加, 下修 17%-19%), 对应 PE 分别为 20X/16/13X。估值降至历史低位, 且低于可比口径近 35%。维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 财政投入不及预期; 院端订单释放延后; 政策不及预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	1,633	1,899	2,374	2,946	3,633
变动(%)	10	16	25	24	23
净利润(人民币 百万)	332	413	535	677	841
全面摊薄每股收益(人民币)	0.214	0.267	0.345	0.437	0.543
变动(%)	(49.5)	24.3	29.5	26.5	24.4
原有摊薄每股收益(人民币)			0.416	0.539	
变动(%)			(18.05)	(18.92)	
全面摊薄市盈率(倍)	32.2	25.9	20.0	15.8	12.7
价格/每股现金流量(倍)	39.5	60.8	18.3	31.2	12.8
每股现金流量(人民币)	0.18	0.11	0.38	0.22	0.54
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.1	14.5	11.4	8.7	6.6
每股股息(人民币)	0.023	0.018	0.030	0.034	0.045
股息率(%)	0.3	0.3	0.4	0.5	0.7
每股股息(人民币)	0.021	0.018	0.026	0.033	0.043
股息率(%)	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6
每股股息(人民币)	0.021	0.018	0.027	0.031	0.040
股息率(%)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

领先的医疗 IT 软件供应商.....	5
深耕行业 20 年，业绩保持高增速.....	5
产品线完备，服务覆盖全国，云化转型开启.....	6
医疗 IT 行业景气度持续上升.....	10
政策紧密出台，院端投入主动性显著提升.....	10
市场规模持续扩大，系统仍存更新换代需求.....	11
行业集中度有望进一步提升.....	12
SAAS 云化转型推进，利好具备云架构产品的厂商.....	12
成长力一：院端系统传统领域仍有较大增量.....	14
院端信息化增量空间被低估.....	14
电子病历应用水平远不及国家标准，年内市场规模近 400 亿.....	14
公司长久立足院端信息化领域，传统业务有望高增.....	16
成长力二：进军新医保队列，伴随赛道高增长.....	18
国家医保局的建立带动医保信息化需求集中.....	18
医保控费稳步推进，DRGs/DIP 改革明确百亿增量空间.....	19
公司进军新医保队列，有望伴随赛道高速增长.....	20
成长力三：打造智慧城市运营生态，稳固公卫龙头地位.....	21
公卫政策催化明显，预算增长凸显其重要地位.....	21
公司有先发优势，健康城市业务可期.....	22
“健康中山”拓展城市级运营收入，异地复制有望打开规模.....	23
广泛连接多个产业巨头，打造“健康城市”运营生态.....	23
盈利预测与估值分析.....	25
盈利预测：业绩增速保持 20% 以上确定性高.....	25
基本假设.....	25
估值与投资建议：低于合理估值多达 35%.....	26
风险提示.....	27

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 创业慧康发展历程.....	5
图表 2. 董事长葛航为公司实控人.....	5
图表 3. 近 10 年营收 CAGR 18.06%.....	6
图表 4. 近 10 年净利润 CAGR 25.08%.....	6
图表 5. 毛利率和净利率保持上升.....	6
图表 6. 研发费用高增，费用率改善.....	6
图表 7. 公司拥有完备的产品线.....	7
图表 8. 公卫产品覆盖智慧医卫、分级诊疗、大数据管理等.....	7
图表 9. 创业慧康“一体两翼”加医保信息化的发展格局.....	7
图表 10. 公司产品持续创新.....	7
图表 11. 运维云平台连接公司产品及应用.....	8
图表 12. 健康城市云平台提供多维互联网医卫服务.....	8
图表 13. 创业慧康拥有众多行业标杆项目.....	9
图表 14. 近年医疗信息化行业相关政策紧密发布.....	10
图表 15. “互联网+”医疗细分领域相关政策.....	10
图表 16. 2024 年中国医疗 IT 市场规模预计达 1042 亿元.....	11
图表 17. 52.9% 的医院计划全面升级信息系统.....	11
图表 18. 2020 年中国医疗信息化前五厂商市场份额.....	12
图表 19. 医院选择供应商的考量因素.....	12
图表 20. 医疗 SaaS 产品多方面优于传统医疗软件产品.....	13
图表 21. 医疗 SaaS 市场规模预计保持 30% 以上增速.....	13
图表 22. 近年医疗 SaaS 相关政策演变为应用推进型.....	13
图表 23. 我国 HIS 系统仍存诸多问题.....	14
图表 24. CIS 系统在我国渗透率仍处于较低水平.....	14
图表 25. 2020 我国医院电子病历评级结果.....	15
图表 26. IDC 调查显示电子病历为医院第一优先系统.....	15
图表 27. 2020 年我国医院电子病历评价情况.....	15
图表 28. 2022 年电子病历市场空间可达 393 亿元.....	15
图表 29. 公司院端信息化产品线完备.....	16
图表 30. “HI-HIS”平台架构连接多维医疗信息化需求.....	16

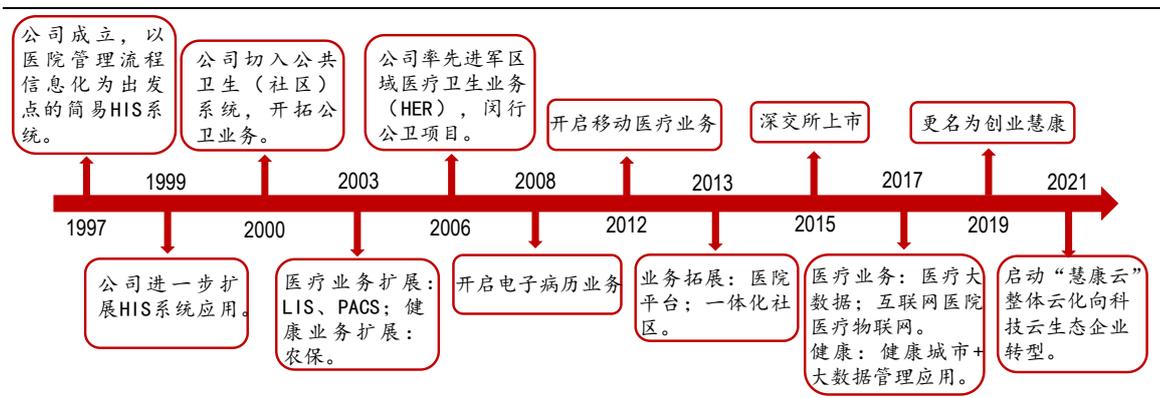
图表 31. 公司完成多个高等级电子病历标杆项目	16
图表 32. 公司近年中标多个电子病历系统超千万规模订单	17
图表 33. 国家医保局建立前，医保信息化需求分为三类	18
图表 34. 国家医保局整合多方资源，信息化需求统一	18
图表 35. 医疗 IT 行业上市公司近期中标的金额超千万元医保信息化项目	19
图表 36. 我国 DRGs/DIP 支付方式改革三年规划	19
图表 37. 2024 年 DRGs 建设市场规模测算	19
图表 38. 公司 DRGs/DIP 全套产品体系	20
图表 39. 公司围绕 DRGs 提供全方位医保信息化服务	20
图表 40. 2020 年新冠肺炎后公共卫生政策频出	21
图表 41. 2021 年公共卫生预算中多个子项投入显著增加	22
图表 42. 公司的公卫信息化业务覆盖范围广	22
图表 43. 公司健康城市云平台顶层架构及产品体系	22
图表 44. “健康中山”项目整体架构	23
图表 45. “健康中山”由平台建设进入运营服务阶段	23
图表 47. “健康城市”运营生态覆盖“医康养护”全流程一体化	24
图表 48. 盈利预测	25
图表 49. 费用率预测	25
图表 50. 可比公司估值对比	26
图表 51. 公司目前估值水平处于历史低位	26

领先的医疗 IT 软件供应商

深耕行业 20 年，业绩保持高增速

公司成立于 1997 年，是国内较早进入医疗卫生信息化的软件供应商之一。早期业务以医院管理流程信息化的 HIS 系统为主，2000~2006 年陆续开启公共卫生（“公卫”）系统、农业医疗保险（“农保”）和区域医疗卫生等业务，2008 年布局电子病历领域，2012 年切入移动医疗市场，2013 年拓展一体化社区业务，2021 年启动“慧康云 2.0”整体云化转型发展战略，力求转型科技云生态企业，形成医卫信息化的云生态供应链。目前形成以智慧医疗、区域卫生和健康城市为主的业务版图。2015 年，公司在深交所上市。

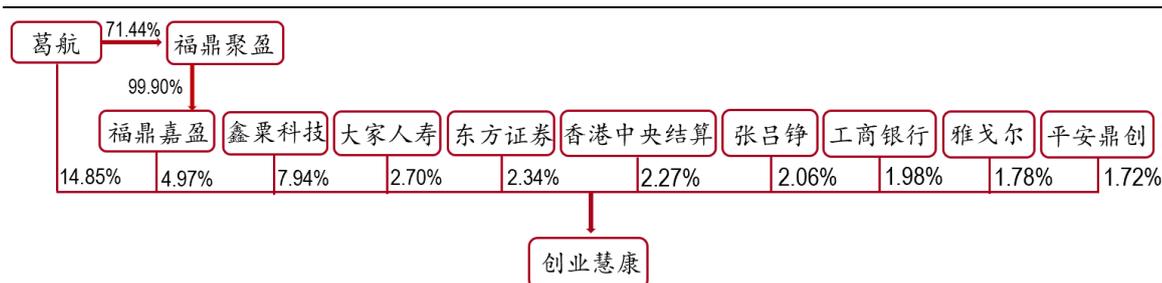
图表 1. 创业慧康发展历程



资料来源：公司公告，中银证券

董事长为实控人。根据 2021 年年报，董事长葛航直接持有公司 14.85% 的股权，通过福鼎嘉盈间接持有 4.97% 的股权，合计持有 19.82% 的股权，为实际控制人。

图表 2. 董事长葛航为公司实控人

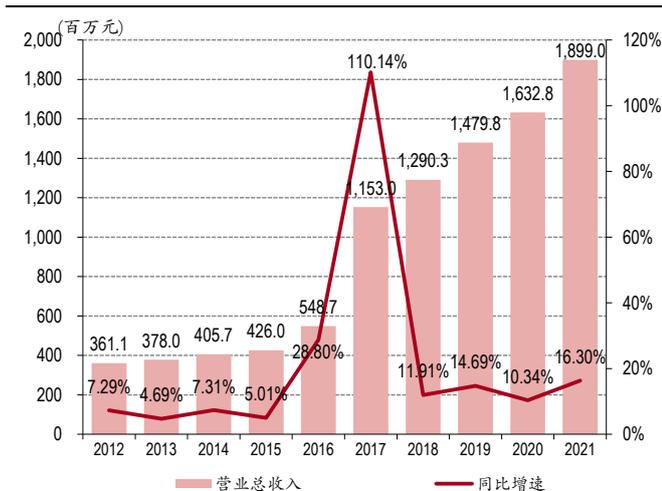


资料来源：公司公告，中银证券

注：截至 2021 年年报

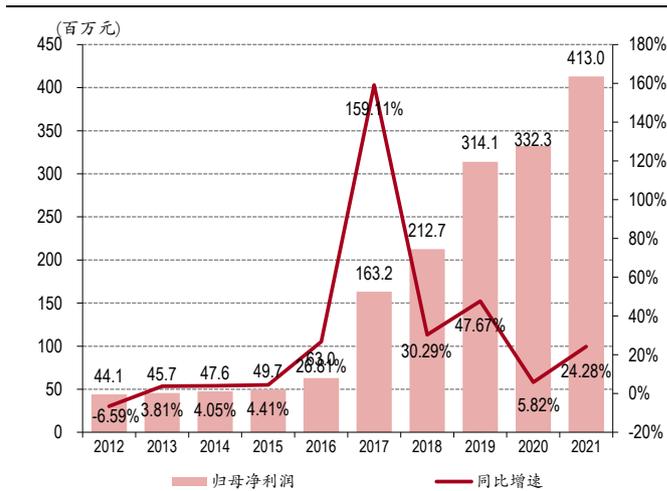
公司业绩稳定增长，近 10 年营收 CAGR 为 18.06%，净利润 CAGR 为 25.08%。2021 年实现营收 18.99 亿元（+16.30%）、净利 4.13 亿元（+24.28%）。公司业绩稳定增长一方面由于其坚持立足医疗信息化行业，不断提升业务覆盖广度和深度，市场占有率稳步上升。另一方面公司有效控制其各项费用降至较低水平，净利率稳步上升。其中，2017 年实现净利润同比增长 159.11%，主要是因为收购博泰服务、美诺泰科、杭州卓腾，控股梅清数码等因素贡献额外业绩。

图表 3. 近 10 年营收 CAGR 18.06%



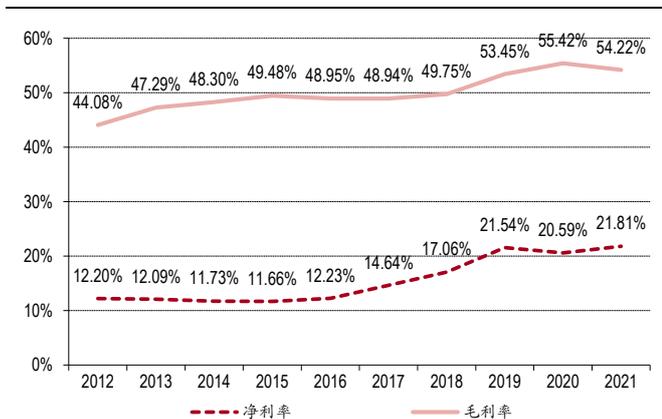
资料来源：万得，中银证券

图表 4. 近 10 年净利润 CAGR 25.08%



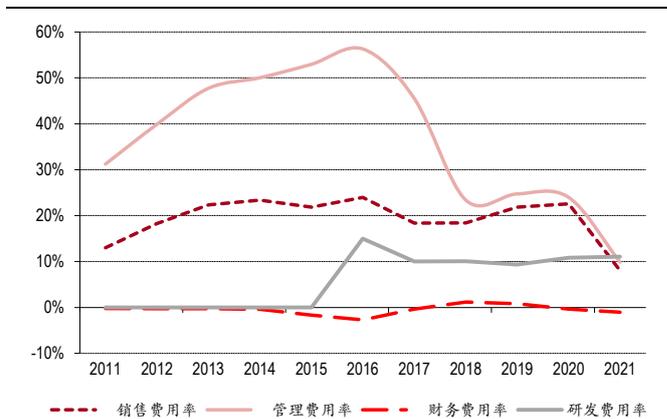
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 毛利率和净利率保持上升



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 研发费用高增，费用率改善



资料来源：万得，中银证券

产品线完备，服务覆盖全国，云化转型开启

“一体两翼+医保”的发展布局成熟，公卫信息化布局领先。医疗信息化方面，公司形成以“一体两翼”（即医卫信息化为体，医卫互联网、医卫物联网为两翼）加医保事业部的成熟业务布局。其中，公卫信息化方面涵盖智慧医卫、分级诊疗、大数据管理等多个产品方案，在行业内较为领先。

公司产品线横向覆盖 2B 类型的医院信息化、2G 类型的区域信息化以及 2C 类型的个人健康信息化，纵向囊括信息管理系统、大数据、互联网应用、医疗物联网等技术，是行业内为数不多业务“无死角”的公司，可以充分应对市场多元化需求。

业务铺开全国，营销服务网络完善。公司产品在全国多省份及地区成功应用，业务覆盖广度高。在全国设有 11 个大区市场营销服务中心及 15 个省级营销服务中心，服务网络遍及全国 30 多个省、自治区及直辖市，客户数量近 7,000 家；公共卫生项目遍及全国 370 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 7. 公司拥有完备的产品线



资料来源：公司公告，中银证券

图表 8. 公卫产品覆盖智慧医卫、分级诊疗、大数据管理等



资料来源：公司公告，中银证券

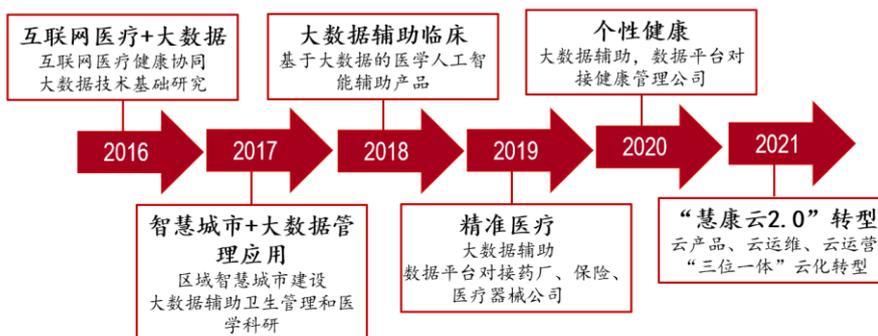
图表 9. 创业慧康“一体两翼”加医保信息化的发展格局



资料来源：公司公告，中银证券

持续创新能力出色。公司拥有成熟的技术体系、较强的自主研发能力，拥有八大系列 300 多个自主研发产品，23 项发明专利，约 800 项著作权。同时，公司结合国务院 2016 年发布的《健康 2030 规划纲要》新形势，在医疗卫生大数据、大健康服务等领域积极布局，利用大数据、人工智能、移动互联网、物联网、云计算、区块链等先进技术，持续拓宽产品及服务生态圈，增强企业核心竞争力，拓宽盈利方式。

图表 10. 公司产品持续创新

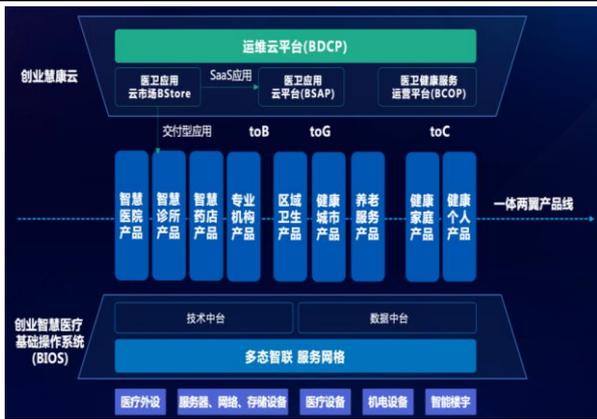


资料来源：公司公告，中银证券

“慧康云 2.0”开启云化转型，“三位一体”推进 SaaS 进程。2020 年，公司推出平台型云化 HIS 产品“HI-HIS”，实现医院内部业务一体、外部医卫健一体以及集团管理上下一体体的平台能力。2021 年正式启动“慧康云 2.0”整体云化转型发展战略，计划在未来 3-5 年时间，在云端构建完成一个完整的医卫应用服务和医卫健康服务云平台，包括医疗应用云市场、在线 SaaS 应用平台、运维云平台、健康产品和服务运营云平台等面向外部的云生态体系。以云产品、云运维、云运营形成“三位一体”。SaaS 进程的全面推进有助于降低交付及维运成本，大幅提升服务质量。

战略确立至今，包括云 HIS 整体解决方案、运维云平台、健康云平台、5G+危重症协同救治云等云化产品陆续落地。这些新产品预计在 2022 年开始全面推广。

图表 11. 运维云平台连接公司产品及应用



资料来源：公司公告，中银证券

图表 12. 健康城市云平台提供多维互联网医卫服务



资料来源：公司公告，中银证券

行业标杆项目众多。公司承建全国区域信息化平台标杆项目“闵行模式”、业内首个实时医疗大数据项目福建医科大学附属协和医院“医疗大数据挖掘分析平台”和全国首个健康城市 PPP 项目“健康中山”等多个标杆项目。优秀的产品应用案例是客户选择供应商的重要参考因素，公司有望以典型带动业务体量不断扩张。

图表 13. 创业慧康拥有众多行业标杆项目

业务板块	客户/项目名称	项目成果
智慧医院	浙江大学医学院附属妇产科医院(三甲)	建立面向多院区一体化的医院信息系统,包括基于医院信息平台的智慧医院体系,依托大数据及人工智能应用平台构建智能医疗的临床大数据中心,基于物联网与决策智能的医院资源管理系统。
	北京大学深圳医院(三甲)	提供了智慧医院信息化整体解决方案和全系列产品。包括 HIS 系统、电子病历系统、集成平台和临床知识库系统等,均进行了深入建设和应用。
	上海市东方医院(三甲)	建设互联网+医疗服务,完善业务流程,优化医院“诊前-诊中-诊后”的全就诊流程;统一互联网数据入口和应用出口,通过如 APP、微信、自助机、健康监测设备、导诊机器人等多元化的服务,打造全方位、立体化的东方智慧医院。
智慧卫生	广东省区域卫生信息化	广东省卫健委投资 4.43 亿打造了基层医疗卫生信息系统项目,建立一份从出生到死亡的全生命周期的电子健康档案。项目建立全省居民电子健康档案数据库和电子病历数据库。
	健康桐乡-医共体	桐乡市建立了以市第一人民医院、市第二人民医院、市中医医院为牵头医院的三大紧密型医疗集团--“医共体”。
智慧医保	国家医疗保障信息管理平台项目-第 8 包	创业慧康中标项目包括基础信息管理子系统、医保业务基础管理子系统、应用支撑平台管理子系统,是国家医保信息管理平台的基础和核心。
	甘肃省医疗保障信息平台建设项目	由 15 个“业务中心”组成,具有高内聚、低耦合特点,将医疗保障信息平台各子系统间可共享的业务能力抽取并形成不同的“业务中心”。
健康城市	健康中山	2015 年至今持续建设及完善业务版图,陆续推进各项智慧医疗项目,进一步建设智慧健康产业生态圈,推进互联网+医疗健康,打造中山城市级互联网医院。深入推进以“一业一网”为核心的发展理念,以居民电子健康档案和电子病历库“二库”为基础,以医疗服务、公共卫生、健康管理“三大应用”为重点,以省、市、镇、村“四级信息化互联平台”为架构,打造“互联网+医疗”建设的领先地。
	健康桐乡-医共体	

资料来源:公司公告,中银证券

医疗 IT 行业景气度持续上升

政策紧密出台，院端投入主动性显著提升

医疗信息化作为国家政策推进的重点，近年来相关的利好政策加速出台，各子板块的建设要求不断明确，标准不断细化，催化明显。

图表 14. 近年医疗信息化行业相关政策紧密发布

发布时间	发布单位	政策文件名称	相关内容
2019.03	卫健委	《关于印发医院智慧服务分级评估标准体系（试行）的通知》	明确将对医院应用信息化为患者提供智慧服务的功能和患者感受到的效果进行分级评估，其中明确了二级以上医院全部考核处方外流效果，并提出智慧医院的范围主要包括面向医务人员的“智慧医疗”、面向患者的“智慧服务”以及面向医院管理的“智慧管理”等三大领域。
2020.12	卫健委、中医药局	《全国公共卫生信息化建设标准与规范（试行）》	针对目前全国公共卫生信息化建设现状，着眼未来 5-10 年全国公共卫生信息化建设、应用和发展的基本要求，进一步明确和强化了全国公共卫生信息化建设的基本内容和建设要求。
2020.12	卫健委	《关于印发三级医院评审标准（2020 年版）的通知》，	强调利用信息化手段开展医疗质量管理工作取得明显成效，能够推动医院评审更加科学、客观、精细、量化，应当纳入医院评审工作中。
2021.03	中央人民政府	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	其中第四十四章从构建强大公共卫生体系、深化医药卫生体制改革、健全全民医保制度、推动中医药传承创新等六方面对“全面推进健康中国建设”提出具体目标。
2021.12	国务院	《“十四五”国家信息化规划》	积极探索运营信息化手段优化医疗服务流程；加快建设医疗重大基础平台及医疗专属云建设，推动各级医疗卫生机构信息系统数据共享及业务协同，建设互通互联的各级全面健康信息平台。

资料来源：卫健委，国务院，中银证券

图表 15. “互联网+”医疗细分领域相关政策

发布时间	发布单位	政策文件名称	相关内容
2019.08	医保局	《关于完善“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的指导意见》	完善“互联网+”医疗服务价格项目管理，健全“互联网+”医疗服务价格形成机制，明确“互联网+”医疗服务的医保支付政策。
2020.02	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》	充分发挥互联网医疗服务优势，大力开展互联网诊疗服务，特别是对发热患者的互联网诊疗咨询服务，进一步完善“互联网+医疗健康”服务功能推动互联网诊疗咨询服务在疫情防控中发挥更为重要的作用。
2020.06	卫健委	《关于做好信息化支撑常态化疫情工作的通知》	以省为单位，加快建设“互联网+医疗健康”服务监管平台。支持互联网医疗服务平台与多类型、多层次医疗服务主体合作，构建“医联体式”的互联网医院格局，打造符合分级诊疗要求的“互联网+医疗健康”新秩序。
2020.11	医保局	《关于积极推进“互联网+”医疗服务医保支付工作的指导意见》	支持符合规定的“互联网+”医疗服务发展，优先保障门诊慢特病等复诊续方需求，在“互联网+”医疗服务规范发展以及医保管理和支付能力提升的基础上，稳步拓展医保支付范围，对线上、线下医疗服务实行公平的医保支付政策。
2020.12	卫健委、医保局、中医药局	《关于深入推进“互联网+医疗健康”“五个一”服务行动的通知》	包括推进“一体化”共享服务、“一码通”融合服务、“一站式”结算服务、“一网办”政务服务、“一盘棋”抗疫服务等 5 个方面、14 项重点举措。
2020.11	医保局	《关于积极推进“互联网+”医疗服务医保支付工作的指导意见》	支持符合规定的“互联网+”医疗服务发展，优先保障门诊慢特病等复诊续方需求，在“互联网+”医疗服务规范发展以及医保管理和支付能力提升的基础上，稳步拓展医保支付范围，对线上、线下医疗服务实行公平的医保支付政策。
2020.12	卫健委、医保局	《关于加强老年人居家医疗服务工作的通知》	加强信息化技术支撑。各地要充分借助云计算、大数据、物联网、智慧医疗、移动互联网等信息化技术，创新居家医疗服务模式，优化服务流程，实现服务行为全程追踪，为发展居家医疗服务提供技术支撑。

资料来源：卫健委，医保局，中银证券

医疗机构端信息化投入主动性将显著提升。过去医院信息化建设的目的主要为：完善院端功能、提升运营效率和服务水平、通过大数据和云计算等提高信息管理水平。由于信息化投入效益难以在短期体现，过去外部资金支持较为短缺，信息部人力资源不足，医院管理层缺乏资金投入动力。一方面，随着行业众多催化政策陆续落地，各项信息化建设规划明确，国家卫健委等官方部门资金支持力度加大，多项信息系统被纳入医院评级标准，各项外部因素驱动医院主动增加信息化投入。另一方面，人口老龄化、新冠疫情等加重医疗服务与管理压力，医院发展也逐步走向精细化阶段，信息化建设对医院综合实力的影响逐步体现，信息化投入的内部主动性也将逐步提高。

院端投入规模仍有较大提升空间。根据国家卫健委发布的《全民健康信息化调查报告——区域卫生信息化与医院信息化（2021）》数据显示，2020年各医疗机构年度信息化建设资金投入占总收入比例在0.1%~1%的医院占53.7%，比例在1%~5%的医院占32.0%，比例超过5%的医院占7.4%，未投入的医院占6.8%。据前瞻产业研究院，发达国家医疗机构信息化建设资金投入占总收入比例在3~5%，相比之下我国医疗机构的IT支出占收入比重仍然偏低。

市场规模持续扩大，系统仍存更新换代需求

近年来，在政策的大力支持下，我国医疗信息化行业市场持续扩张。根据IDC发布的《中国医疗行业IT市场预测，2020-2024》，2021年中国医疗IT行业总支出为728亿元，同比增长15%；预计到2024年该规模将达到1041.5亿元，2019~2024年CAGR达13.7%，市场规模有望快速扩大。此外，根据IDC预测，医院、医共体和基层医疗等提供医疗服务领域的IT支出（不包括医保和医药）到2025年将达845.7亿元，5年的年复合增长率为12.8%。

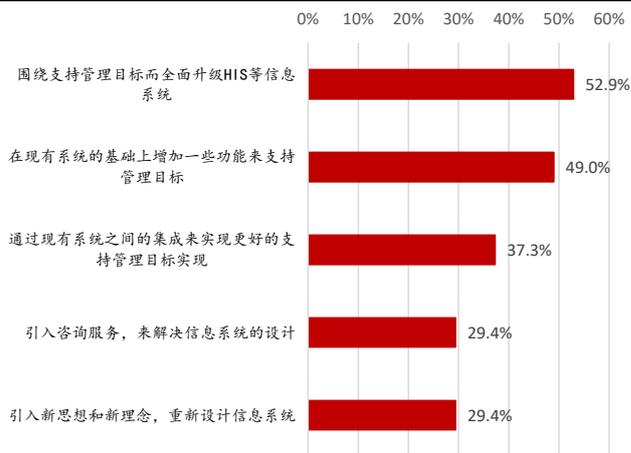
院端系统更新换代需求下，行业进入新一轮增长周期。据前瞻产业研究院，我国医院现在运行的主流HIS系统研发大多起步于20年前，建设密集期在2010年左右。过去的HIS系统是非标准化的，难以满足现阶段医院互联互通、数据平台连接等需求，面对AI、大数据、云计算等新技术应用也存在不适应症。因此，现阶段HIS系统处于新技术和新需求下的更新换代周期中。根据IDC2020年调查数据，有52.9%的医院正计划全面升级原有的HIS系统。因此，旧系统更新换代为行业带来新的增长驱动力。

图表 16. 2024 年中国医疗 IT 市场规模预计达 1042 亿元



资料来源：IDC，中银证券

图表 17. 52.9% 的医院计划全面升级信息系统



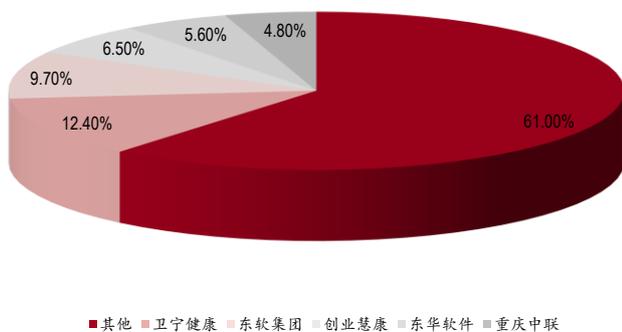
资料来源：IDC，中银证券

行业集中度有望进一步提升

行业格局方面，行业头部厂商最先受益于市场规模的扩大与行业需求的提升。根据华经产业研究院数据，2020年中国前五大医疗信息化厂商的市场份额达39%。医疗信息化市场具有典型的区域性、碎片化的特征，大量中小企业仍占据一定的市场份额，行业竞争格局目前比较分散，市场集中度有待提升。

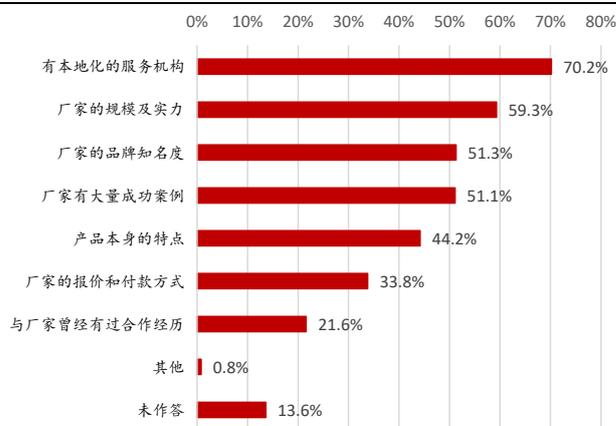
行业龙头厂商加速替代本地化厂商。新一代的 HIS 系统的创新在于医院核心管理系统的集成平台，将会在底层技术架构层面有明显提升，大大提高行业门槛。参考 CHIMA 《2019-2020 年度中国医院信息化调查报告》，过去医院选择软件供应商最看重本地化服务能力。而随着技术架构的升级，医院对于供应商的技术实力和产品能力的评分权重将进一步提升，行业龙头公司有望凭借研发、服务的规模优势以及解决方案的完整性和领先性，完成对本地化小厂商的市场替代。

图表 18. 2020 年中国医疗信息化前五厂商市场份额



资料来源：华经产业研究院，中银证券

图表 19. 医院选择供应商的考量因素



资料来源：CHIMA，中银证券

SaaS 云化转型推进，利好具备云架构产品的厂商

医疗行业 SaaS 转型为必然趋势。医疗 SaaS 的发展一方面是对部分医疗信息产品进行云化替代，另一方面是基于 SaaS 的模式对医疗信息化尚未建成的功能和领域进行布局。SaaS 转型符合我国医疗信息化发展的三个需求：（1）我国医疗资源呈现头部集中的形式，医疗资源下沉是重要方向，SaaS 是促进基层和底部医疗机构和头部医疗资源连接的有效工具。（2）我国医院迈向精细化管理阶段，SaaS 产品及服务恰好顺应医疗机构数字化、精细化管理需求。（3）医疗行业同健康产业的融合、大健康产业上下游的融合联通需要标准化、可接入的端口，SaaS 产品可以满足该要求。

云服务产业政策持续推进，医疗 SaaS 加速发展。云服务相关政策类型逐渐由早年供给端产业演变为需求端应用推进型。2020 年，国家工信部颁布多条行动方案和指导意见，医疗信息化行业云化转型加速。

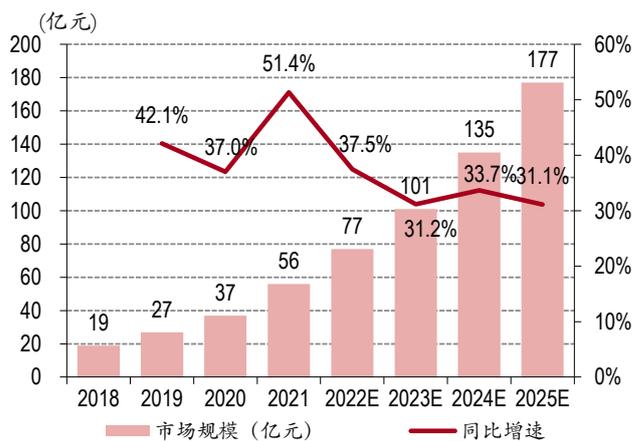
医疗 SaaS 市场规模增速预期较高。在政策持续推动下，医疗 SaaS 发展提速，市场规模有望高速扩张。根据艾瑞咨询，2020 年中国医疗 SaaS 行业整体规模达 37 亿元，并预测在未来五年内保持 30% 以上增速。

图表 20. 医疗 SaaS 产品多方面优于传统医疗软件产品



资料来源: 艾瑞咨询, 中银证券

图表 21. 医疗 SaaS 市场规模预计保持 30% 以上增速



资料来源: 艾瑞咨询, 中银证券

图表 22. 近年医疗 SaaS 相关政策演变为应用推进型

发布时间	发布单位	政策名称
2020.03	工信部	《中小企业数字化赋能专项行动方案》
2020.04	发改委	《关于推进“上云用数赋智”行动培育新经济发展实施方案》
2020.11	医保局	《关于积极推进“互联网+”医疗服务医保支付工作的指导意见》
2021.01	工信部	《工业互联网创新发展行动计划（2021-2023 年）》
2021.07	工信部	《新型数据中心发展三年行动计划（2021-2023 年）》

资料来源: 工信部, 中银证券

成长力一：院端系统传统领域仍有较大增量

院端信息化增量空间被低估

HIS 处于升级新周期，更新换代需求明确。根据 IDC 的调研，医院核心管理系统当前在支持创新业务开发、医生操作便捷性、应对政府经常性管理变化等方面表现得不足；而集成平台则在支撑新系统开发、系统运行速度、开发便捷性等方面表现不力。HIS 系统将进一步升级，更新换代需求催化市场空间扩大。

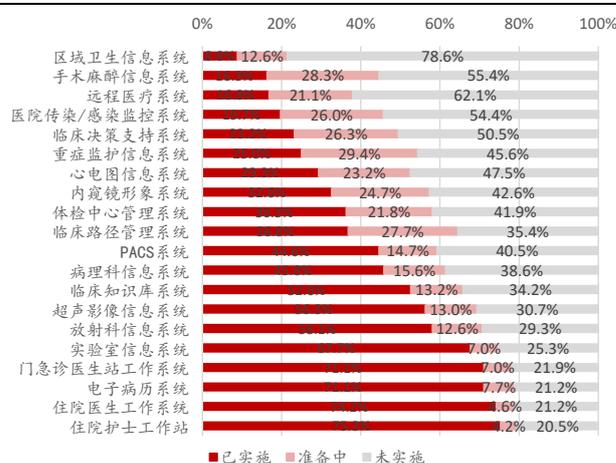
CIS 系统渗透率有待提高，增长驱动力更为强劲。我国医院信息化目前处于医院临床医疗管理信息化（CIS）系统建设阶段，具体表现为对手术、诊疗等医院核心业务的管理要上信息化系统。根据中国产业信息网调查数据，我国医院机构 CIS 系统渗透率有待提高，除医护人员工作系统和核心电子病历系统外，有多个子系统渗透率较低，特别区域卫生、手术麻醉、远程医疗系统渗透率均低于 20%。

图表 23. 我国 HIS 系统仍存诸多问题



资料来源：IDC，中银证券

图表 24. CIS 系统在我国渗透率仍处于较低水平

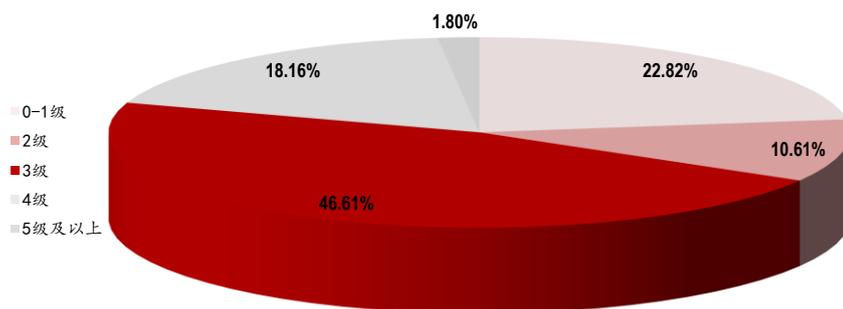


资料来源：中国产业信息网，中银证券

电子病历应用水平远不及国家标准，年内市场规模近 400 亿

多级医疗机构电子病历应用水平与国家规划仍有较大距离。根据 IDC 调查结果，63.59% 的医院把电子病历系统放在第一优先地位，为医疗信息化核心系统。2021 年 9 月，国家卫健委和国家药监局印发《公立医院高质量发展促进行动（2021-2025）》（后简称《行动》），明确提出到 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。据卫健委公布数据，2020 年全国共有 9,554 家医院参与电子病历分级评价工作，系统应用水平平均评级达 2.43 级，其中：22.82% 的医院评级为 0~1 级，10.61% 的医院评级为 2 级，46.61% 的医院评级为 3 级，18.16% 的医院通过 4 级，1.80% 的医院通过 5 级及以上。这与我国电子病历建设目标仍有较大距离。

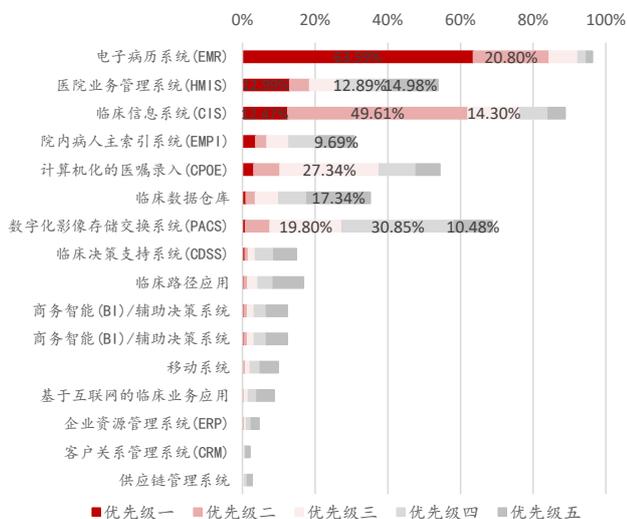
图表 25. 2020 我国医院电子病历评级结果



资料来源：卫健委，中银证券

2022 年电子病历系统市场近 400 亿。《行动》明确了我国 2022 年的电子病历建设目标。根据卫健委在 2021 年 7 月公布的最新数据，2020 年新增 54 家医院通过电子病历五级及以上评审，自 2018 年新标准实施以来共有 136 家医院通过电子病历五级及以上评级。根据卫健委发布的《2020 年我国卫生健康事业发展统计公报》，截至 2021 年 7 月，我国共有 2,996 家三级医院和 10,404 家二级医院。我们假设到 2022 年至少 80% 的二级医院需要通过四级评审，剩余三级医院逐步通过五级及以上评审，计算得出我国 2022 年电子病历的市场空间为 393 亿元。

图表 26. IDC 调查显示电子病历为医院第一优先系统



资料来源：IDC，中银证券

图表 27. 2020 年我国医院电子病历评价情况

医疗机构	参评率	平均评级水平
三级医院	90.77%	3.46
二级医院	62.95%	2.03
所有参评医院	26.90%	2.43

电子病历应用等级	通过医院数量	占比
0-1 级	2,180	22.82%
2-3 级	7,374	77.18%
4 级	1,735	18.16%
5 级	172	1.80%

资料来源：卫健委，中银证券

图表 28. 2022 年电子病历市场空间可达 393 亿元

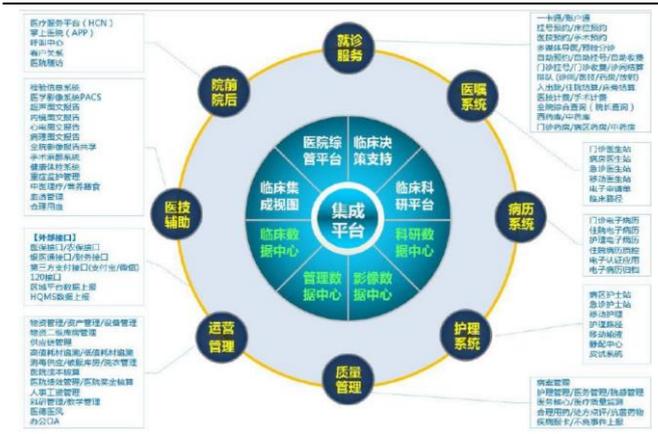
电子病历升级需求	建设对象	数量	建设费用 (万元)	总额 (亿元)
四级及以上	80% 二级医院	8,323	300	250
五级及以上	剩余三级医院	2,860	500	143
合计				393

资料来源：卫健委，剑鱼标讯，中银证券

公司长久立足院端信息化领域，传统业务有望高增

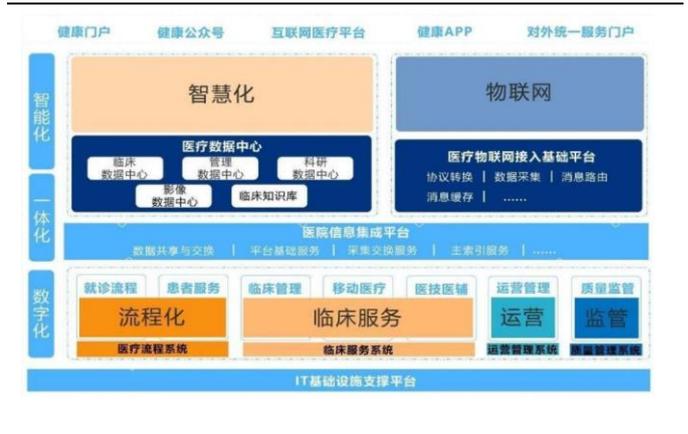
公司院端信息化产品主要分为两类：（1）HI 系统：主要支持医院的行政管理和业务处理，帮助提高工作效率。（2）CIS 系统：主要支持医护人员的临床诊疗、护理活动，子系统包括电子病历系统、检验系统、医学影像系统、医院信息集成平台等。此外，公司的“HI-HIS”率先开启院端信息化云架构，实现从医疗卫生到健康服务多层次、全场景的覆盖，截至目前已有苏州市立医院、温州市中心医院等多家医疗机构使用了“HI-HIS”产品。

图表 29. 公司院端信息化产品线完备



资料来源：公司公告，中银证券

图表 30.“HI-HIS”平台架构连接多维医疗信息化需求



资料来源：公司公告，中银证券

完成多项电子病历标杆项目，业务优势领先行业。公司的电子病历业务已有 14 年的发展历程，产品成熟，项目经验丰富。公司开展“以评促建”的模式，紧跟行业评级要求，完成多项电子病历标杆项目。截至 2021 年，公司五级、六级电子病历评级项目累计有 15 家通过评审，高等级电子病历项目通过率处于行业领先水平。2020-2021 年公司中标多项金额超千万级电子病历项目。

图表 31. 公司完成多个高等级电子病历标杆项目

电子病历评级现状	评级单位	评级
通过测评	北京大学深圳医院	六级
	深圳市人民医院	五级
完成现场查验	深圳市第二人民医院	六级
	苏州市立医院	五级
等待现场查验	深圳市眼科医院	五级
	江苏省江阴市人民医院	六级
	浙江省台州医院	五级
	太和县人民医院	五级

资料来源：公司公告，采招网，中银证券

图表 32. 公司近年中标多个电子病历系统超千万规模订单

中标日期	项目名称	项目内容	金额 (万元)
2021.12.17	武汉市精神卫生中心信息化云平台项目建设	互联互通四甲、电子病历五级医用水平评测、智慧服务三级评测为标准建立中心信息化医疗业务系统及网络安全建设。	3,016
2021.07.23	河池市第三人民医院五级电子病历为核心的信息化建设项目	五级电子病历为核心的信息化建设项目	1,856
2021.04.16	六盘水市第二人民医院智慧医院建设信息化软件项目	智慧医院建设信息化软件项目	1,479
2020.12.23	荆州市中心医院智慧医院建设项目	医院信息平台建设服务,电子病历应用能力改造及各业务系统改造等服务。	1,350
2020.09.16	克州人民医院四级电子病历升级改造信息化建设项目	四级电子病历升级改造	1,180

资料来源: 采招网, 中银证券

公司长久立足院端信息化领域, 有望凭借完备先进的产品体系、多年发展的业务品牌优势和丰富的项目经验, 抓住市场增长空间, 实现该领域业绩的可观增长。

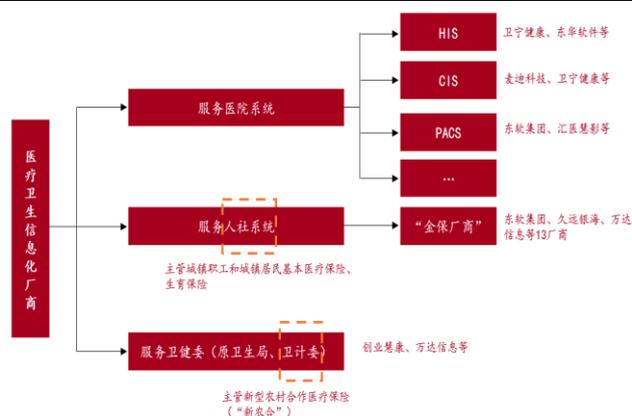
成长力二：进军新医保队列，伴随赛道高增长

国家医保局的建立带动医保信息化需求集中

2018 年国家医保局建立前，具有医保信息化需求的客户可以大致分为三类。一是人社部，主要服务厂商被称为“金保厂商”，如久远银海、东软集团；二是医疗机构，主要由以 HIS 为主的管理信息化厂商服务，如卫宁健康、东华软件、麦迪科技等；三是卫健委，主要由区域卫生平台领域的主流厂商服务，如创业慧康、万达信息等。

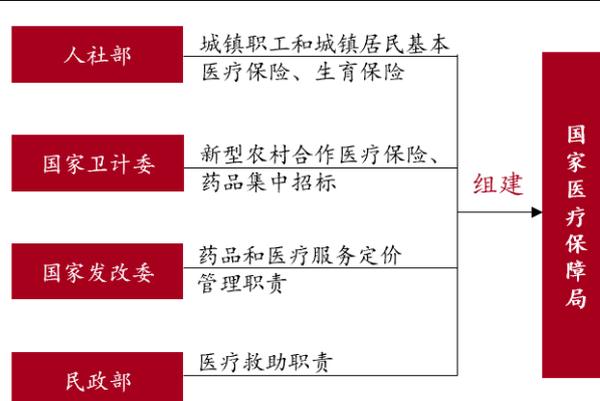
国家医保局成立后医保信息化需求由分散转为集中。从原有的医保信息化市场格局来看，需求较为分散，资源相对不集中。2018 年 5 月，国家医保局正式成立，整合了原人社部、国家卫计委、国家发改委和民政部的职能，也集中了原本的医保信息化建设需求。

图表 33. 国家医保局建立前，医保信息化需求分为三类



资料来源：百度，中银证券

图表 34. 国家医保局整合多方资源，信息化需求统一



资料来源：医保局，中银证券

省医保局投资成为医保信息化市场规模增长的主要来源。继国家医保局之后，各省份陆续成立地方医保局，整合原多部门信息化需求陆续展开招标。从招标统计信息来看，项目建设规模较大，使用群体面更广，用户数量庞大，建设要求相对更高。

医保信息化市场有望快速扩大。根据 IDC《中国医疗保障信息系统市场份额，2020：建设新型医保信息系统》，2020 年我国医保信息系统（应用软件与服务）市场空间为 18.8 亿元，同比增长 72.6%。预计 2020~2025 年我国医保信息化市场规模 CAGR 为 25.2%，到 2025 年市场规模将达到 57.8 亿元。

图表 35. 医疗 IT 行业上市公司近期中标的金额超千万元医保信息化项目

中标日期	招标单位	项目内容	金额 (万元)
2022.03.29	天津市医保局	天津市医疗保障局医疗保障信息平台核心业务系统项目_第 1 包	1,211
2021.12.31	抚顺市医保局	抚顺市医疗保障信息智慧平台建设项目	1,174
2021.12.23	重庆市医保局	医疗保障信息平台建设工程定制软件	1,201
2021.12.22	重庆市医保局	医疗保障信息平台建设工程灾备中心配套建设、视频会议及监控中心	1,062
2021.12.08	北京市医保局	医疗保障信息平台建设工程业务基础管理子系统(一期)、智能监管子系统、支付方式管理子系统等核心系统、数据迁移	2,780
2021.11.30	黑龙江省医保局	省医疗保障信息平台建设项目云平台基础设施容灾中心 B 租赁	1,141
2021.11.11	天津市医保局	市医疗保障局医疗保障信息平台数据中心	2,986
2021.10.22	上海市医保中心	上海市医疗保障信息平台集成和部分子系统建设	6,418
2021.09.18	鞍山市医保局	医疗保障信息平台业务系统软件及软件总集成项目	1,395
2021.09.08	辽宁省医保局	应用系统集成服务及基础业务相关子系统	3,688

资料来源: 采招网, 中银证券

医保控费稳步推进, DRGs/DIP 改革明确百亿增量空间

DRGs/DIP 支付方式为我国医保控费的核心措施。随着我国人口老龄化不断加剧, 相关医疗费用支出持续增长, 我国医保基金支付承压, 医保控费在加速推进中。DRGs 是对疾病诊断后考虑患者个体特征、主要诊断、诊疗方式等进行分类、收费和记录的方法, 是全球普遍认可的医保控费核心措施。

国家出台 DRG/DIP 改革规划, 明确百亿增量空间。2021 年 11 月, 国家医疗保障局发布《DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划》, 到 2024 年底, 全国所有统筹地区全部开展 DRG/DIP 付费方式改革工作; 到 2025 年底, DRG/DIP 支付方式覆盖所有符合条件的开展住院服务的医疗机构, 基本实现病种、医保基金全覆盖。据此规划和剑鱼标讯上 DRGs 系统中标信息, 按三级和二级医院 DGRs 建设价格分别为 100-300 万元和 50-100 万元假设, 测算得 2024 年 DRGs 系统新增市场规模约为 123 亿元。

图表 36. 我国 DRGs/DIP 支付方式改革三年规划

2022	2023	2024
1、本年启动不少于 40% 的统筹地区开展 DRG/DIP 支付方式改革并实际付费; 2、本年覆盖不低于 40% 的开展住院服务的医疗机构; 3、完成对不低于 70% DRG / DIP 付费医疗机构病种的全面覆盖; 4、安排实现 DRG/DIP 付费医保基金支出占统筹区内住院医保基金支出达到 70%, 进度不低于 30%。	1、本年启动不少 30% 的统筹地区开展 DRG/DIP 支付方式改革并实际付费; 2、本年覆盖不低于 30% 的开展住院服务的医疗机构; 3、完成对不低于 80% DRG/DIP 付费医疗机构病种的全面覆盖; 4、安排实现 DRG/DIP 付费医保基金支出占统筹区内住院医保基金支出达到 70%, 进度不低于 50%。	1、本年启动不少于 30% 的统筹地区开展 DRG/DIP 支付方式改革并实际付费; 2、本年覆盖不低于 30% 的开展住院服务的医疗机构; 3、完成对不低于 90% DRG/DIP 付费医疗机构病种的全面覆盖; 4、安排实现 DRG/DIP 付费医保基金支出占统筹区内住院医保基金支出达到 70%, 进度不低于 70%。

资料来源: 国家医保局, 中银证券

图表 37. 2024 年 DRGs 建设市场规模测算

建设对象	数量	建设费用 (万元)	总额 (亿元)
二级医院	10,404	50-100	78
三级医院	2,996	100-300	45
市场规模			123

资料来源: 国家卫健委, 剑鱼标讯, 中银证券

注: 所估建设费用取中位数。

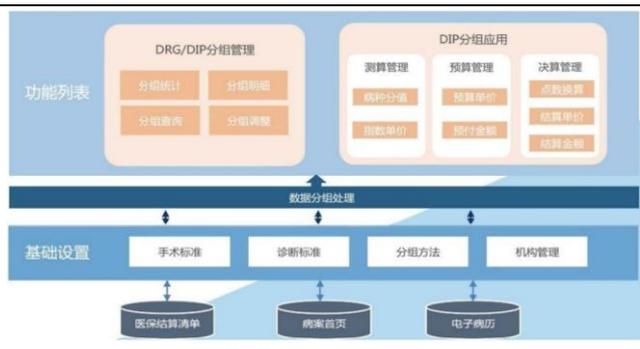
公司进军新医保队列，有望伴随赛道高速增长

中标国家、省级医保局项目，成为“新医保厂商”。国家医保局信息化平台项目于2019年3月公开招标，中标厂商中传统“金保厂商”仅有四家（东软集团、久远银海、创智和宇、易联众），创业慧康作为“非金保厂商”之一中标。

在中标国家医保局项目后，公司适时组建了医保事业部，打造智慧医保解决方案及医保业务扩展产品。同时，为应对DRGs支付改革进程，公司基于现有自主知识产权的DRGs分组器等产品，打造DRGs统一分组和服务平台，其不仅能满足医保局端的应用，还能应对医疗机构和卫健委医保系统的DRGs新建或升级需求。2020年12月公司中标甘肃省医保信息平台应用支撑平台子系统项目，是甘肃省医保信息平台整体建设的开端和基础。2021年7月公司中标内蒙古自治区医保信息平台宏观决策系统建设项目。截至目前，公司参与建设河北、天津、甘肃、黑龙江、内蒙古、青海、山西七个省级和石家庄、营口市两个地级市医保平台项目，成为“新医保国家队”中的核心系统承建商之一。2021年公司医保业务相关的收入达5,734万元，同比高增约132%。

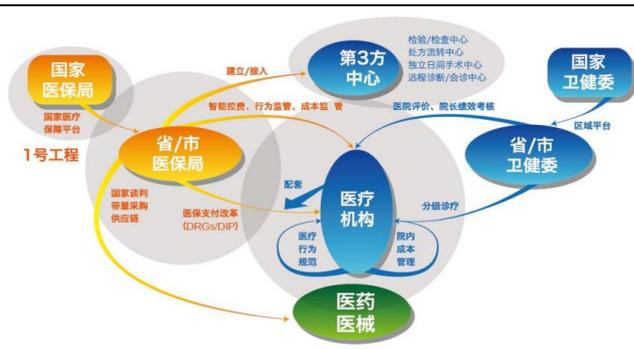
此外，公司关注商业医疗保险行业发展，提供以商业医疗保险信息化服务平台为核心的决方案。携手平安医保科技，发力医保业务。平安医保科技是平安集团旗下医保行业龙头公司。2020年5月，创业慧康与平安医保科技达成合作协议，借助平安医保科技在医保支付方式管控、医疗租赁、多层次保障、处方外流等优势，形成面向国家医保大平台的整体解决方案，携手推动省级医保平台的项目建设，未来可期。

图表 38. 公司 DRGs/DIP 全套产品体系



资料来源：公司公告，中银证券

图表 39. 公司围绕 DRGs 提供全方位医保信息化服务



资料来源：公司公告，中银证券

成长力三：打造智慧城市运营生态，稳固公卫龙头地位

公卫政策催化明显，预算增长凸显其重要地位

防疫工作要求带动公卫信息化建设需求，相关政策密集颁布。2020 疫情爆发后，相关部门紧密颁布多项政策，加快公卫信息化的建设，应对公共卫生服务和基层医疗机构防疫工作。

图表 40. 2020 年新冠肺炎后公共卫生政策频出

时间	发布部门	政策/报告	相关内容
2020.05	卫健委、财政部、中药局	《公共卫生防控救治能力建设方案》	推进疾病预防控制体系现代化建设，全面提升县级医院救治能力，健全完善城市传染病救治网络，改造升级重大疫情救治基地。
2020.06	卫健委	《关于做好 2020 年基本公共卫生服务项目工作的通知》	2020 年人均基本公共卫生服务经费补助标准为 74 元，新增 5 元经费全部落实到乡村和城市社区。切实做好常态化疫情防控，推进居民电子健康档案务实应用，深化基层慢病管理医防融合。
2020.06	卫健委	《关于做好信息化支撑常态化疫情防控工作的通知》	强化疫情监测预警，支撑疫情防控工作；推广疫情期间线上服务经验，大力发展“互联网+医疗健康”；推进信息化新型基础设施建设，加快建立应急指挥系统。
2020.07	国务院	《深化医药卫生体制改革 2020 年下半年重点工作任务》	加强公共卫生体系建设，深入实施健康中国行动，深化公立医院综合改革，深化医疗保障制度改革，健全药品供应保障体系。
2020.12	卫健委、中药局	《全国公共卫生信息化建设标准与规范（试行）》	明确了各级疾病预防控制中心、二级及以上医院、基层医疗卫生机构、其他公共卫生机构等机构的公共卫生服务和管理业务，业务范围覆盖公共卫生信息化建设和应用的主要业务服务和管理要求。
2021.05	国务院	《深化医药卫生体制改革 2021 年重点工作任务》	加快推进医疗、医保、医药联动改革，促进优质医疗资源均衡布局，完善分级诊疗体系，推进医疗联合体建设，加快推进分级诊疗体系建设，完善全民医保制度，推进全民健康信息化建设。
2021.07	卫健委	《关于做好 2021 年基本公共卫生服务项目工作的通知》	2021 年，人均基本公共卫生服务经费补助标准为 79 元。新增 5 元统筹用于基本公共卫生服务和基层医疗卫生机构疫情防控工作。做好常态化疫情防控工作，优化基层医疗卫生机构预防接种门诊服务，推进电子健康档案务实应用。

资料来源：国务院，卫健委，中银证券

2021 年公共卫生预算与去年整体持平，但多个子项预算显著增加。由于 2021 年卫健委基本削减了疫情防控等一次性支出，同时要求压减相关经费，公立医院的投入预算大大降低。但国家在公共卫生方面的开支预算与去年基本持平，除“其他公共卫生支出”项目进行了调整以外，“其他专业公共卫生机构”、“重大公共卫生服务”等其他公共卫生子项科目支出预算都有大幅的提高。可见公卫建设重要性在提升，公卫预算的相对增长也带动公卫信息化市场进一步打开。

图表 41. 2021 年公共卫生预算中多个子项投入显著增加

科目名称	2020 年预算数 (万元)	2021 年预算数 (万元)	增加额 (万元)	同比 (%)
公立医院	573,382	384,071	(189,311)	(33.02)
综合医院	342,387	310,206	(32,181)	(9.40)
职业病防治医院	4,897	2,623	(2,274)	(46.45)
精神病医院	5,703	5,203	(500)	(8.77)
妇幼保健医院	12,372	6,379	(5,993)	(48.44)
儿童医院	5,782	3,047	(2,735)	(47.30)
其他专科医院	99,841	56,613	(43,228)	(43.30)
公共卫生	122,195	120,853	(1,342)	(1.10)
疾病预防控制机构	28,553	40,107	11,554	40.47
妇幼保健机构	100	100	0	0.00
其他专业公共卫生机构	22,509	31,252	8,743	38.84
重大公共卫生服务	16,555	31,206	14,651	88.50
突发公共卫生事件应急处理	14,666	18,188	3,522	24.01
其他公共卫生支出	39,812	0	(39,812)	(100.00)

资料来源：国家卫健委，中银证券

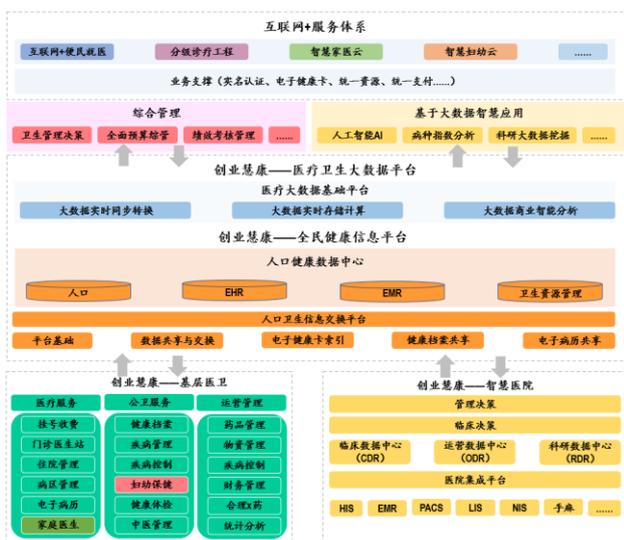
注：2021 年其他公共卫生支出项目经费调整至疾病预防控制机构项目。

公司有先发优势，健康城市业务可期

公司在 2003 年“非典”爆发时期抓住机遇发展公卫业务，至今形成完备的产品体系，板块龙头地位明确。公司公卫产品包括卫生计生一网覆盖、居民电子健康一卡通、健康信息资源统一融合、健康医疗大数据分析、居民个性化医疗服务等。目前，公司的公卫业务已经覆盖了 340 多个区域，服务超 30 万基层社区医生，承载超 2.5 亿份健康档案。

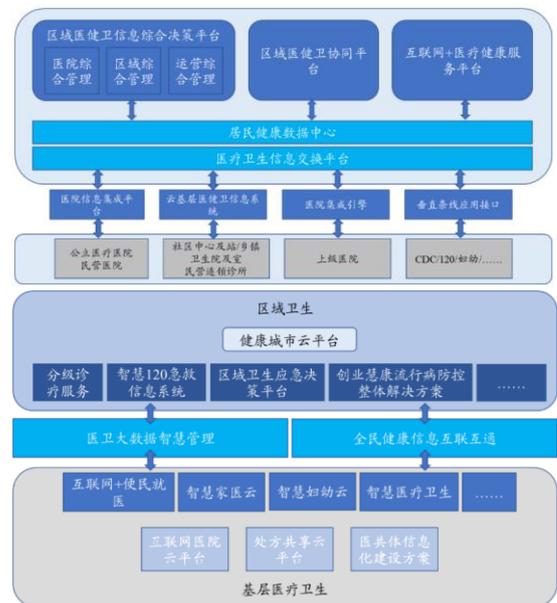
健康城市云平台持续创新，打造“医康养护”一体化项目。公司于 2015 年开始建设城市级全民健康信息化服务体系，持续推动健康城市云平台的落地和市场扩展，塑造医疗云服务、健康云服务、健康档案云服务、健康运营云服务四位一体的“健康城市”平台。此外，商业运营模式也不断创新，推出 C 端产品、药品物流、移动支付结算、健康管理、网约护士、健康养老等多个互联网运营新模式，打造以“健康城市”为依托的“互联网+医疗健康”的城市级医疗信息化商业运营生态闭环，最终能够满足城市居民“医康养护”服务全流程一体化的目标。

图表 42. 公司的公卫信息化业务覆盖范围广



资料来源：公司公告，中银证券

图表 43. 公司健康城市云平台顶层架构及产品体系



资料来源：公司公告，中银证券

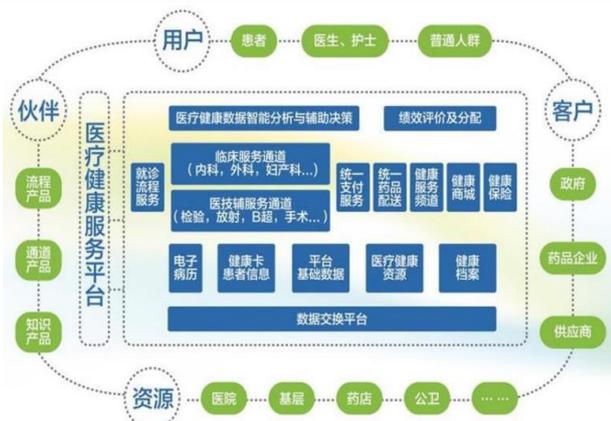
“健康中山”拓展城市级运营收入，异地复制有望打开规模

承建全国首个健康城市 PPP 项目“健康中山”。公司于 2015 年中标 1.2 亿元中山市区卫信息平台建设运营项目。截至 2021 年 7 月上旬，“健康中山”APP 累计注册用户达 200 多万，平均日活跃量约 12 万，实现预约挂号累计上传号源 2300 万多。在国家卫健委统计信息中心发布的地市级城市卫生健康信息化发展综合指数（2021）排名中，中山市名列第一。此外，“健康中山”APP 作为中山市线上预约接种的唯一渠道，为中山市接种工作的有序推进做出重要贡献。

由平台建设进入运营服务阶段，持续创新运营模式。“健康中山”不断探索多样化的运营方式，为公司向全国推出新的产品服务模式持续发挥试验田作用。除初期规划的支付服务类、药品服务类、健康服务类、导流导购类、数据产品类等，项目还新增“互联网+护理服务”、“网约护士”和 C 端商城销售等，功能服务不断丰富，运营模式持续创新。

目前，基于中山模式开展的互联网运营模式已在自贡、温州等地区进行了落地复制。2020 年下半年，公司与温州数发集团合资成立温州城市智慧健康有限公司，共同打造“健康大脑+未来社区”创新模式，打通城市医疗数据，覆盖城市、社区、家庭、个人的全社会场景，打造“健康城市 2.0”解决方案。此举意味着公司在“健康中山”后，从以往单纯的与卫健委、医院合作发展为与大数据局、城投公司等多方合作。对比中山，温州市的城市体量翻倍，常驻人口更上一个数量级，医疗资源的辐射面也更广。此外，“健康城市 2.0”由政府牵头进行，更易于打造全民健康模式。

图表 44. “健康中山”项目整体架构



资料来源：公司公告，中银证券

图表 45. “健康中山”由平台建设进入运营服务阶段



资料来源：公司公告，中银证券

广泛连接多个产业巨头，打造“健康城市”运营生态

连接互联网巨头，有望加速新技术融合。公司陆续与蚂蚁金服、腾讯、联想和华为达成合作协议，在先进技术层面展开深度合作，如大数据、人工智能、智能设备和 5G 等，加速新技术融合，赋能“健康城市”加速创新。公司有望借此持续开展健康城市项目的技术创新和市场扩张，稳步推进“健康城市”运营生态的建设，稳固在公卫领域的龙头地位。

平安好医生助力发展 C 端收入，有望规模化商业落地。平安集团旗下平安好医生依托互联网医疗提供 C 端业务，包括家庭医生、消费医疗、健康商城、健康管理等，业务内容覆盖个人全方位需求。截至 2021 年，产品注册用户达 4.2 亿人次，全年付费用户转化率 24.8%。平安好医生与“健康中山”为类似的服务市民（C 端）平台，公司有望借鉴平安好医生成熟优异的 C 端服务经验、运营能力及用户转化能力，进一步发展“健康城市”项目，提升 C 端收入。

图表 46. 广泛连接行业巨头，多维合作打造“健康城市”生态

合作开始时间	合作对象	合作内容
2018年6月	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。 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；
2018年8月	腾讯	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。
2019年1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、基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。
2020年5月	中国平安	平安智慧城市子公司的健康城市版图与创业慧康相关产品与服务有望达成合作。平安集团旗下医保行业龙头-平安医保科技有望与创业慧康共同推进医保信息化业务发展。
2021年10月	华为	通过与华为的集成合作，用好5G网络，通过5G医疗接入网关集成智能医疗设备等产品和解决方案等产业生态的推进。

资料来源：公司公告，中银证券

图表 47. “健康城市”运营生态覆盖“医康养护”全流程一体化



资料来源：公司公告，中银证券

盈利预测与估值分析

盈利预测：业绩增速保持 20% 以上确定性高

基本假设

受益于医疗 IT 行业的整体景气度上升，以及电子病历、医保信息化、公卫信息化等板块的市场规模进一步打开，公司凭借自身在各板块完备的产品服务以及丰富的项目经验，作为行业龙头厂商有望扩大产品服务规模，显著提升公司软件服务收入。

(1) 服务收入：2021 年疫情反复，项目实施、回款等受到一定不利影响，2022 年叠加行业增长有望达 18% 增速。

(2) 应用软件：各项应用产品收入保持稳定增长，可维持 30% 以上增速。

(3) 系统集成：2021 年医疗行业业务实现同比高增 24.34%，其中医疗软件销售及服务同比增长 26.15%。公司有望保持核心业务优势，医疗行业系统产品与服务收入保持可观增长，预计未来增速维持 20% 以上。

图表 48. 盈利预测

业务 (人民币：百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
服务收入				
收入	731.51	863.18	1,009.92	1,171.51
YOY(%)	9.02	18.00	17.00	16.00
毛利率(%)	62.54	63.50	64.00	64.00
应用软件				
收入	765.80	1,010.86	1,324.22	1,721.49
YOY(%)	29.62	32.00	31.00	30.00
毛利率(%)	65.42	66.00	66.00	66.00
系统集成				
收入	276.67	337.54	408.42	490.10
YOY(%)	74.91	22.00	21.00	20.00
毛利率(%)	12.49	16.00	16.00	0.00
其他业务				
收入	125.00	162.50	203.12	249.84
YOY(%)	(41.27)	30.00	25.00	15.00
毛利率(%)	29.29	30.00	31.00	31.00
合计	1,898.98	2,374.07	2,945.68	3,632.94
YOY(%)	16.30	25.02	24.08	23.33
毛利率(%)	54.22	55.52	55.97	56.20

资料来源：万得，中银证券

图表 49. 费用率预测

费用率(%)	2021A	2022E	2023E	2024E
销售费用率	8.06	8.00	8.00	8.00
管理费用率	9.87	9.50	9.50	9.50
研发费用率	11.08	11.20	10.65	10.55

资料来源：公司公告，中银证券

综上所述，预计 2022-2024 年营收为 23.7、29.5 和 36.3 亿元，净利润为 5.3、6.8 和 8.4 亿元，对应 EPS 为 0.35 元、0.44 元、0.54 元。

估值与投资建议：低于合理估值多达 35%

2021-2023 年对应 PE 分别为 26X、20X、16X。选取同为医疗 IT 行业软件和解决方案公司卫宁健康、久远银海、东软集团、万达信息为可比公司。采取相对估值法，2022-2023 年行业平均 PE 为 28X 和 20X。公司估值低于行业可比口径 20%-35%。

图表 50. 可比公司估值对比

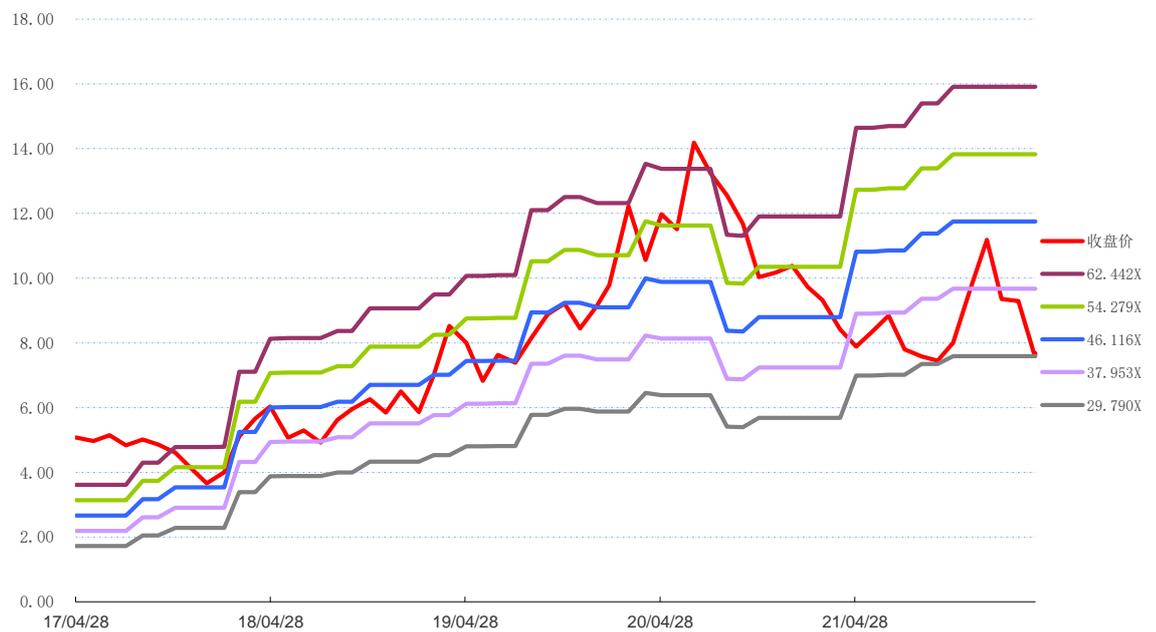
股票代码	公司名称	股价	EPS			PE		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
300253	卫宁健康	8.31	0.27	0.38	0.50	30.34	22.08	16.69
002777	久远银海	17.85	0.70	0.89	1.14	39.74	20.12	15.70
600718	东软集团	10.92	0.68	0.34	0.43	16.11	32.56	25.34
300168	万达信息	9.51	0.15	0.25	0.40	65.28	37.77	23.50
平均			0.45	0.47	0.62	37.87	28.13	20.31
300451	创业慧康	6.91	0.28	0.37	0.47	25.93	20.02	15.83

资料来源：万得一致性预测，中银证券

注：股价截至 2022/4/14，卫宁健康、东软集团及万达信息暂未公布 21 年业绩，2021A 数据为对应 2021 年万得一致性预测。

公司自身历史估值区间在 30~60 倍左右，2022 年对应估值也低于历史区间的底部。

图表 51. 公司目前估值水平处于历史低位



资料来源：万得，中银证券

随着医疗 IT 行业景气度多维上升，公司凭借完备的产品线和服务基础，持续创新扩张产品版图，提升服务及项目成熟度，拓张多个子领域的市场规模，有望在医疗 IT 多板块显著提升业务规模，迎来更高增长空间，维持买入评级。

风险提示

(1) 财政投入不及预期

医疗 IT 行业市场规模主要来自财政预算和医疗机构投入，可能出现疫情防控支出挤压预算及政府整体压缩开支等导致行业投入不及预期。

(2) 院端订单释放延后

疫情可能再度蔓延，导致医疗机构信息化需求延后释放。

(3) 政策不及预期

围绕非疫情相关的信息化建设政策落地或兑现不及预期。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	1,633	1,899	2,374	2,946	3,633
销售成本	(744)	(888)	(1,080)	(1,327)	(1,628)
经营费用	(402)	(384)	(534)	(666)	(841)
息税折旧前利润	487	626	760	953	1,164
折旧及摊销	(59)	(71)	(80)	(91)	(99)
经营利润(息税前利润)	427	555	680	862	1,065
净利息收入/(费用)	24	44	49	62	76
其他收益/(损失)	55	68	74	66	70
税前利润	377	452	585	741	925
所得税	(40)	(38)	(46)	(61)	(79)
少数股东权益	4	1	4	3	5
净利润	332	413	535	677	841
核心净利润	332	413	535	677	841
每股收益(人民币)	0.214	0.267	0.345	0.437	0.543
核心每股收益(人民币)	0.214	0.266	0.345	0.437	0.543
每股股息(人民币)	0.023	0.018	0.030	0.034	0.045
收入增长(%)	10	16	25	24	23
息税前利润增长(%)	16	30	22	27	23
息税折旧前利润增长(%)	20	29	21	25	22
每股收益增长(%)	(49)	24	30	26	24
核心每股收益增长(%)	(50)	24	30	26	24

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1,584	1,619	2,056	2,512	3,098
应收帐款	895	1,310	1,389	1,995	2,156
库存	326	241	444	399	633
其他流动资产	41	23	72	34	103
流动资产总计	3,117	3,336	4,076	5,069	6,112
固定资产	314	350	360	375	389
无形资产	289	388	433	466	489
其他长期资产	373	442	453	486	516
长期资产总计	976	1,181	1,245	1,328	1,393
总资产	5,249	5,610	6,381	7,402	8,460
应付帐款	360	525	467	797	735
短期债务	163	0	0	95	67
其他流动负债	546	476	780	528	899
流动负债总计	1,068	1,001	1,248	1,419	1,701
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	4	9	7	8	7
股本	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550
储备	3,019	3,047	3,536	4,380	5,153
股东权益	4,569	4,597	5,085	5,930	6,703
少数股东权益	37	37	41	45	50
总负债及权益	5,249	5,610	6,381	7,402	8,460
每股帐面价值(人民币)	2.95	2.97	3.28	3.83	4.32
每股有形资产(人民币)	2.76	2.72	3.00	3.53	4.01
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.92)	(1.04)	(1.33)	(1.56)	(1.96)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	377	452	585	741	925
折旧与摊销	59	71	80	91	99
净利息费用	(15)	(23)	(25)	(31)	(39)
运营资本变动	(132)	(446)	105	(481)	74
税金	(36)	(37)	(46)	(61)	(79)
其他经营现金流	19	159	(112)	85	(146)
经营活动产生的现金流	271	176	586	343	835
购买固定资产净值	97	99	127	131	129
投资减少/增加	0	13	30	24	28
其他投资现金流	(509)	(79)	(253)	(262)	(258)
投资活动产生的现金流	(412)	34	(97)	(107)	(101)
净增权益	(36)	(28)	(47)	(52)	(69)
净增债务	(40)	(156)	(7)	95	(27)
支付股息	36	28	47	52	69
其他融资现金流	1,229	(20)	(46)	126	(121)
融资活动产生的现金流	1,188	(176)	(53)	220	(148)
现金变动	1,048	34	436	456	586
期初现金	534	1,584	1,619	2,056	2,512
公司自由现金流	(141)	210	489	236	734
权益自由现金流	(183)	34	517	373	759

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	29.8	33.0	32.0	32.4	32.0
息税前利润率(%)	26.2	29.3	28.7	29.3	29.3
税前利润率(%)	23.1	23.8	24.6	25.1	25.5
净利率(%)	20.4	21.8	22.5	23.0	23.2
流动性					
流动比率(倍)	2.9	3.3	3.3	3.6	3.6
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.6	3.1	2.9	3.3	3.2
估值					
市盈率(倍)	32.2	25.9	20.0	15.8	12.7
核心业务市盈率(倍)	32.2	25.9	20.0	15.8	12.7
市净率(倍)	2.3	2.3	2.1	1.8	1.6
价格/现金流(倍)	39.5	60.8	18.3	31.2	12.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.1	14.5	11.4	8.7	6.6
周转率					
存货周转天数	115.1	116.3	115.6	115.9	115.7
应收帐款周转天数	203.0	211.9	207.4	209.6	208.5
应付帐款周转天数	71.6	85.0	76.3	78.3	77.0
回报率					
股息支付率(%)	10.8	6.7	8.7	7.7	8.2
净资产收益率(%)	9.2	9.0	11.0	12.3	13.3
资产收益率(%)	8.6	9.4	10.5	11.5	12.3
已运用资本收益率(%)	2.2	2.2	2.7	3.0	3.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371