

## 行业需求迎重磅提振, 龙头效应逐步显现

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2022年三季度报告, 实现营业收入11.4亿元, 同比减少5.9%; 实现归母净利润1.7亿元, 同比减少25.7%。拆分单季度看, 公司Q3实现收入3.6亿元, 同比减少17.0%; 实现归母净利润6941.2万元, 同比减少20.7%。
- **行业阶段性承压, 现金收款已有好转。** 今年以来, 受局部地区疫情反复、下游客户预算紧张、项目验收困难等多重因素影响, 医疗IT整体面临行业性挑战。公司前三季度销售、管理、研发费用率分别为8.2%(-0.92pp)、13.4%(+1.42pp)、13.1%(+1.89pp), 叠加投资净收益、信用减值损失等项目影响, 致使利润端表现短期承压。逆境下公司积极调整经营策略, 紧抓回款对抗风险, 前三季度销售商品、提供劳务收到的现金达到8.5亿元, 较去年同期提升1.0亿元; 经营性现金流净额为-1.8亿元, 较去年同期-2.5亿元明显好转。此外, 公司前三季度销售毛利率达到55.2%, 同比提升1.38pp, 主要系软件业务销售下滑较小, 核心竞争力未被动摇。
- **财政大力支持, 下游需求迎来提振。** 9月15日, 国家卫健委发布《国家卫生健康委关于开展拟使用财政贴息贷款更新改造医疗设备需求调查工作的通知》, 显著刺激医疗设备采购及更新换代需求, 目前得到各省市积极响应, 部分医院已快速完成签约。尽管本次贴息贷款的主要投入方向在设备领域, 但下游医疗机构的资金压力或将得到明显缓解, 相应的IT设施和信息化升级项目有望回归常态化推进状态, 行业订单逐季改善值得期待。
- **行业加速出清, 头部效应显现。** 过去我国医疗IT格局较为分散, 而当前困境下中小厂商开始加速出清, 大浪淘沙后竞争格局有望明显改善。同时, 伴随行业信创向医疗领域的稳步推进, 未来3-5年医疗IT系统将重点迎来国产化迁移工作; 公司提前两年进行布局, 当前已基本完成核心应用软件对国产主流生态环境的适配, 有望取得先发优势, 进一步抢占市场份额。此外, 公司与飞利浦的合作进程加速, 新一代Ctasy产品将于2023年下半年推出, 综合竞争力再得强化, 有望深度受益于行业集中度提升。
- **盈利预测与投资建议:** 医疗新基建、贴息贷款等利好政策频出, 行业需求迎来逐季修复; 同时伴随行业信创的推进, 公司作为行业龙头有望受益于困境下的集中度提升, 基本面拐点在即。维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策推进力度不及预期; 医院内生改革动力不足; 疫情反复影响交付; 新品研发进度不及预期; 行业竞争加剧等。

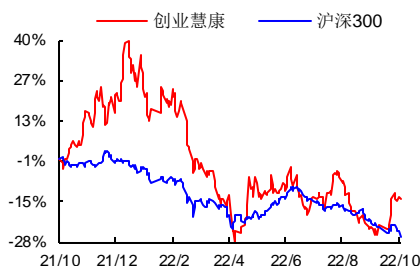
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1898.98	2098.74	2598.39	3164.36
增长率	16.30%	10.52%	23.81%	21.78%
归属母公司净利润(百万元)	413.04	457.40	602.40	788.87
增长率	24.28%	10.74%	31.70%	30.96%
每股收益EPS(元)	0.27	0.30	0.39	0.51
净资产收益率ROE	9.00%	9.22%	11.01%	12.84%
PE	26	23	18	14
PB	2.34	2.16	1.96	1.74

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 王湘杰  
执业证号: S1250521120002  
电话: 0755-26671517  
邮箱: wxj@swsc.com.cn  
联系人: 邓文鑫  
电话: 15123996370  
邮箱: dwx@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	15.49
流通A股(亿股)	12.97
52周内股价区间(元)	5.75-11.24
总市值(亿元)	106.59
总资产(亿元)	56.10
每股净资产(元)	2.94

### 相关研究

1. 创业慧康(300451): 疫情下提质增效, 协同飞利浦强化竞争力 (2022-09-01)
2. 创业慧康(300451): 云化进展顺利, “以评促建”需求依然刚性 (2022-04-21)

## 盈利预测

### 关键假设：

**1) 软件销售：**伴随医疗新基建、贴息贷款等带来需求提振，行业在经历短暂低谷后有望迎来景气度拐点；公司作为国内医疗信息化综合解决方案的第一梯队厂商，慧康云 2.0 战略持续推进，产品矩阵不断完善，医保产品带来新增空间，有望实现订单快速增长，预计该业务 2022-2024 年收入增速分别为 12%、33%、30%；伴随云产品占比不断提升，毛利率逐步提升。

**2) 技术服务：**伴随公司云化转型持续推进，技术服务收入占比或进一步下降，但总体订单规模保持稳健增长，预计该业务 2022-2024 年收入增速分别为 12.0%、15%、15%。

**3) 系统集成：**受疫情反复、下游客户预算紧张、项目验收困难等多重因素影响，2022 年系统集成业务收入增速有所下滑；伴随后续医疗信息化进入精细化、复杂化建设阶段后续收入增速有所回升，预计 2022-2024 年收入增速分别为 5%、30%、20%。

**4) 伴随公司业务中台的持续沉淀和技术成熟，各项业务毛利率持续提升；公司费用端管控效果可持续，各项费用整体稳中有降。**

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
软件销售	收入	765.8	857.7	1140.7	1483.0
	增速	29.6%	12.0%	33.0%	30.0%
	毛利率	65.4%	65.7%	65.9%	66.4%
技术服务	收入	731.51	819.3	942.2	1083.5
	增速	9.0%	12.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	62.5%	62.6%	63.0%	63.3%
系统集成	收入	276.67	290.5	377.7	453.2
	增速	74.9%	5.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	12.5%	12.8%	13.3%	13.5%
其他	收入	125.00	131.3	137.8	144.7
	增速	-41.3%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	29.3%	29.5%	29.5%	29.5%
合计	收入	1899.0	2098.7	2598.4	3164.4
	增速	16.3%	10.5%	23.8%	21.8%
	毛利率	54.2%	54.9%	55.3%	56.1%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 21.0 亿元（+10.5%）、26.0 亿元（+23.8%）和 31.6 亿元（+21.8%），归母净利润分别为 4.6 亿元（+10.7%）、6.0 亿元（+31.7%）、7.9 亿元（+31.0%），EPS 分别为 0.30 元、0.39 元、0.51 元，对应动态 PE 分别为 23 倍、18 倍、14 倍。

## 相对估值

综合考虑业务范围，选取业务涉及医卫信息化的卫宁健康、久远银海以及万达信息3家可比公司进行估值比较。

**表 2：可比公司估值**

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价(元)	EPS (元)				PE (倍)			
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
300253.SZ	卫宁健康	178	8.74	0.19	0.24	0.31	0.39	47	37	29	23
002777.SZ	久远银海	63	14.80	0.51	0.66	0.87	1.10	29	22	17	13
300168.SZ	万达信息	96	7.93	0.06	0.09	0.20	0.33	139	85	39	24
平均值								72	48	28	20
300451.SZ	创业慧康	107	7.40	0.27	0.30	0.39	0.51	26	23	18	14

数据来源：Wind，西南证券整理

从 PE 角度看，2023 年可比公司平均估值为 28 倍，公司 PE 为 18 倍，低于行业平均水平。伴随政策持续落地催化，行业迎来景气度拐点，医疗医保信息化建设有望迎来新一轮投入周期；公司是国内医疗信息化综合解决方案的第一梯队厂商，云化进程领先，综合竞争力优势突出，有望显著受益于行业出清，获得市场份额提升，维持“买入”评级。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1898.98	2098.74	2598.39	3164.36	净利润	414.15	458.63	604.02	790.99
营业成本	869.34	946.45	1162.18	1389.94	折旧与摊销	70.69	62.14	62.14	62.14
营业税金及附加	19.08	20.91	25.84	31.54	财务费用	-19.60	-27.28	-33.78	-41.14
销售费用	152.98	167.90	205.27	246.82	资产减值损失	-20.88	0.00	0.00	0.00
管理费用	187.45	482.71	571.65	664.52	经营营运资本变动	-247.74	-72.14	-187.01	-245.62
财务费用	-19.60	-27.28	-33.78	-41.14	其他	-20.40	1.54	6.86	6.55
资产减值损失	-20.88	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>176.22</b>	<b>422.88</b>	<b>452.23</b>	<b>572.94</b>
投资收益	30.54	0.00	0.00	0.00	资本支出	-141.88	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.38	0.07	0.04	-0.02	其他	175.41	0.07	0.04	-0.02
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>33.53</b>	<b>0.07</b>	<b>0.04</b>	<b>-0.02</b>
<b>营业利润</b>	<b>452.27</b>	<b>508.12</b>	<b>667.27</b>	<b>872.65</b>	短期借款	-163.12	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.35	-0.81	-0.82	-0.79	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>451.92</b>	<b>507.31</b>	<b>666.45</b>	<b>871.86</b>	股权融资	7.87	0.00	0.00	0.00
所得税	37.77	48.68	62.43	80.87	支付股利	-35.75	-82.61	-91.48	-120.48
净利润	414.15	458.63	604.02	790.99	其他	14.88	20.37	33.78	41.14
少数股东损益	1.11	1.23	1.62	2.12	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-176.12</b>	<b>-62.24</b>	<b>-57.70</b>	<b>-79.34</b>
归属母公司股东净利润	413.04	457.40	602.40	788.87	<b>现金流量净额</b>	<b>33.63</b>	<b>360.71</b>	<b>394.57</b>	<b>493.57</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1619.15	1979.87	2374.44	2868.01	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1332.67	1359.17	1693.08	2084.55	销售收入增长率	16.30%	10.52%	23.81%	21.78%
存货	240.51	262.24	321.83	385.51	营业利润增长率	19.79%	12.35%	31.32%	30.78%
其他流动资产	143.79	0.94	1.16	1.42	净利润增长率	23.17%	10.74%	31.70%	30.96%
长期股权投资	240.83	240.83	240.83	240.83	EBITDA 增长率	15.90%	7.87%	28.11%	28.47%
投资性房地产	2.80	2.80	2.80	2.80	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	350.32	326.06	301.80	277.54	毛利率	54.22%	54.90%	55.27%	56.08%
无形资产和开发支出	1457.58	1422.06	1386.54	1351.02	三费率	16.90%	29.70%	28.60%	27.50%
其他非流动资产	221.91	219.55	217.19	214.83	净利率	21.81%	21.85%	23.25%	25.00%
<b>资产总计</b>	<b>5609.58</b>	<b>5813.53</b>	<b>6539.68</b>	<b>7426.52</b>	ROE	9.00%	9.22%	11.01%	12.84%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.38%	7.89%	9.24%	10.65%
应付和预收款项	747.18	728.29	918.97	1111.09	ROIC	15.56%	15.81%	20.14%	24.70%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	26.51%	25.87%	26.77%	28.24%
其他负债	263.10	109.92	132.85	157.06	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1010.28</b>	<b>838.21</b>	<b>1051.82</b>	<b>1268.15</b>	总资产周转率	0.35	0.37	0.42	0.45
股本	1549.79	1549.34	1549.34	1549.34	固定资产周转率	6.82	8.21	11.23	15.28
资本公积	1524.89	1525.34	1525.34	1525.34	应收账款周转率	1.81	1.67	1.83	1.80
留存收益	1522.42	1897.21	2408.13	3076.52	存货周转率	3.05	3.74	3.96	3.91
归属母公司股东权益	4561.80	4936.59	5447.51	6115.91	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	74.45%	—	—	—
少数股东权益	37.50	38.73	40.35	42.47	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>4599.30</b>	<b>4975.32</b>	<b>5487.86</b>	<b>6158.37</b>	资产负债率	18.01%	14.42%	16.08%	17.08%
负债和股东权益合计	5609.58	5813.53	6539.68	7426.52	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.33	4.35	4.21	4.24
					速动比率	3.09	4.03	3.90	3.94
					股利支付率	8.66%	18.06%	15.19%	15.27%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	503.36	542.98	695.63	893.66	每股收益	0.27	0.30	0.39	0.51
PE	25.81	23.30	17.69	13.51	每股净资产	2.94	3.19	3.52	3.95
PB	2.34	2.16	1.96	1.74	每股经营现金	0.11	0.27	0.29	0.37
PS	5.61	5.08	4.10	3.37	每股股利	0.02	0.05	0.06	0.08
EV/EBITDA	17.57	15.60	11.61	8.49					
股息率	0.34%	0.77%	0.86%	1.13%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。

请务必阅读正文后的重要声明部分



## 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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 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

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 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	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyryf@swsc.com.cn
北京	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn