

创业慧康 (300451)

证券研究报告

2023年02月09日

医疗 IT 多维驱动，产品战略升级有望加速

公卫和医院信息化龙头，管理改善活力提升

创业慧康成立于1997年，公共卫生起家，二十多年砥砺成为公卫+医院龙头。聚焦公司核心业务，非医疗业务逐渐剥离，营业收入由2019年14.8亿元上升到2021年18.99亿元，复合增长率为13.3%；结构上看，2021年医疗行业收入占比接近90%；扣非净利润由2019年的2.61亿元上升到2021年的3.87亿元，复合增长率为21.8%。管理持续改善，经营动力显著提升。2022年5月，引入飞利浦作为公司第二大股东，并形成战略合作，2022年12月，公司发布股权激励草案，主要面向高管、核心管理人员、中层人员和核心骨干。

评级要求+新医院建设+分级诊疗，医疗 IT 市场多维驱动

医疗行业 IT 支出保持高增长，提供坚实基础，根据 IDC 预测相关数据显示，预计2024年中国医疗应用软件解决方案市场规模将达到327.2亿元，2019至2024年的年复合增长率为15.1%。电子病历、“三位一体”智慧医院等评级政策持续推动发展，2021年10月14日，国家卫健委、中医药管理局联合印发《公立医院高质量发展促进行动（2021-2025年）》，提出重点建设“三位一体”智慧医院。新医院建设处于加速阶段，国家区域医疗中心数量持续攀升，“十四五”期间，国家将支持各地建设120个左右省级区域医疗中心，中央预算投资补助每个项目最高2亿元。2022年12月以来，分级诊疗相关政策加速落地，信息化份额有望向头部集中。

产品升级+战略协同，加速市场份额获取

加速推进慧康云2.0，2021年，公司推出创业慧康云2.0战略，创业慧康云2.0产品全面采用云化架构，交付和运营效率显著提升。2021年，公司新一代“慧康云2.0”全面云化解决方案在三家医疗机构成功上线，客户反馈良好，预计后续有望加速推广，或有望助力公司毛利率进一步提升。携手飞利浦打造新一代EMR软件CTasy。2022年6月，公司和飞利浦签订战略合作协议，协同销售，与飞利浦协同拓展医院客户，预计后期CTasy有望加速为公司贡献收入。

投资建议：预计公司2022-2024年实现收入15.94/20.98/27.31元，归母净利润0.51/4.24/6.21亿元。选取医疗信息化行业公司卫宁健康/嘉和美康及产品化程度近似公司恒生电子作为可比公司，给予公司2023年PE 47X，对应公司目标市值199亿元，对应目标价12.86元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：医院信息化预算支出不及预期；电子病历等评级政策不及预期；交付进度不及预期；回款进度不及预期。

| 财务数据和估值 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 1,632.84 | 1,898.98 | 1,593.85 | 2,097.67 | 2,731.04 |
| 增长率(%) | 10.34 | 16.30 | (16.07) | 31.61 | 30.19 |
| EBITDA(百万元) | 613.62 | 777.51 | 378.12 | 591.48 | 787.56 |
| 净利润(百万元) | 332.34 | 413.04 | 50.94 | 424.28 | 620.68 |
| 增长率(%) | 5.82 | 24.28 | (87.67) | 732.86 | 46.29 |
| EPS(元/股) | 0.21 | 0.27 | 0.03 | 0.27 | 0.40 |
| 市盈率(P/E) | 42.47 | 34.17 | 277.06 | 33.27 | 22.74 |
| 市净率(P/B) | 3.41 | 3.09 | 3.06 | 2.83 | 2.55 |
| 市销率(P/S) | 8.64 | 7.43 | 8.86 | 6.73 | 5.17 |
| EV/EBITDA | 23.36 | 19.97 | 31.94 | 20.92 | 14.73 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|-------|----------|
| 行业 | 计算机/软件开发 |
| 6个月评级 | 买入（首次评级） |
| 当前价格 | 9.22元 |
| 目标价格 | 12.86元 |

基本数据

| | |
|-------------|------------|
| A股总股本(百万股) | 1,549.34 |
| 流通A股股本(百万股) | 1,357.34 |
| A股总市值(百万元) | 14,284.87 |
| 流通A股市值(百万元) | 12,514.68 |
| 每股净资产(元) | 3.03 |
| 资产负债率(%) | 19.12 |
| 一年内最高/最低(元) | 10.11/5.63 |

作者

| | |
|--------------------------|---------------------|
| 缪欣君 | 分析师 |
| SAC执业证书编号：S1110517080003 | miaoxinjun@tfzq.com |
| 陈涵泊 | 分析师 |
| SAC执业证书编号：S1110522110003 | chenhanbo@tfzq.com |

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《创业慧康-半年报点评:业绩超预期，公卫和创新业务拓展值得期待》2020-09-07
- 《创业慧康-季报点评:业绩符合预期，传统业务有望持续高景气，创新业务发展值得期待》2020-04-27
- 《创业慧康-公司点评:平安系拟入股公司，强强携手迈入全新阶段》2020-01-22

内容目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 1. 公卫和医院信息化龙头，管理改善活力提升 | 3 |
| 1.1. 发展历程：公共卫生起家，二十年砥砺成为公卫+医院龙头 | 3 |
| 1.2. 经营状况：收入利润高复合增速，聚焦核心医疗业务 | 4 |
| 1.3. 管理改善：引入飞利浦，发布股权激励 | 5 |
| 2. 评级要求+新医院建设+分级诊疗，医疗 IT 市场多维驱动 | 6 |
| 2.1. “三位一体”智慧医院评级要求持续，医疗 IT 市场需求底座坚实 | 6 |
| 2.2. 新医院建设进入加速期，信息化要求显著提升 | 8 |
| 2.3. 分级诊疗体系建设，进一步促进信息化格局优化 | 9 |
| 3. 发展机遇：产品升级+战略协同，加速市场份额获取 | 10 |
| 3.1. 加速推进慧康云 2.0，内部研发和交付效率提升 | 10 |
| 3.2. 携手飞利浦打造新一代 EMR 软件 CTasy，拓展医院客户 | 12 |
| 4. 盈利预测及估值 | 13 |
| 5. 风险提示 | 13 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1：公司主要业务 | 3 |
| 图 2：创业慧康发展历程 | 4 |
| 图 3：2019-2022 前三季度公司盈利状况（单位：亿元） | 4 |
| 图 4：2019-2022H1 医疗与非医疗行业营业收入（单位：亿元） | 4 |
| 图 5：2019-2022H1 医疗行业营收情况（亿元） | 5 |
| 图 6：2019-2022H1 非医疗行业营收情况（亿元） | 5 |
| 图 7：2019-2022 前三季度各项费用比率 | 5 |
| 图 8：中国医疗 IT 行业市场规模预测 | 7 |
| 图 9：“三位一体”智慧医院架构 | 8 |
| 图 10：创业慧康云 2.0 产品架构 | 11 |
| 图 11：创业慧康产品演进情况 | 11 |
| 图 12：“三位一体”智慧医院架构 | 12 |
| 表 1：飞利浦入股创业慧康情况（截至 2022 年 5 月 12 日协议转让签署时） | 6 |
| 表 2：2022 年公司股权激励计划（草案）分配情况 | 6 |
| 表 3：区域医疗中心试点获批情况 | 8 |
| 表 4：前期国家医联体医共体政策 | 9 |
| 表 5：2022 年 12 月分级诊疗相关政策 | 10 |
| 表 6：创业慧康收入预测 | 13 |
| 表 7：创业慧康可比公司估值 | 13 |

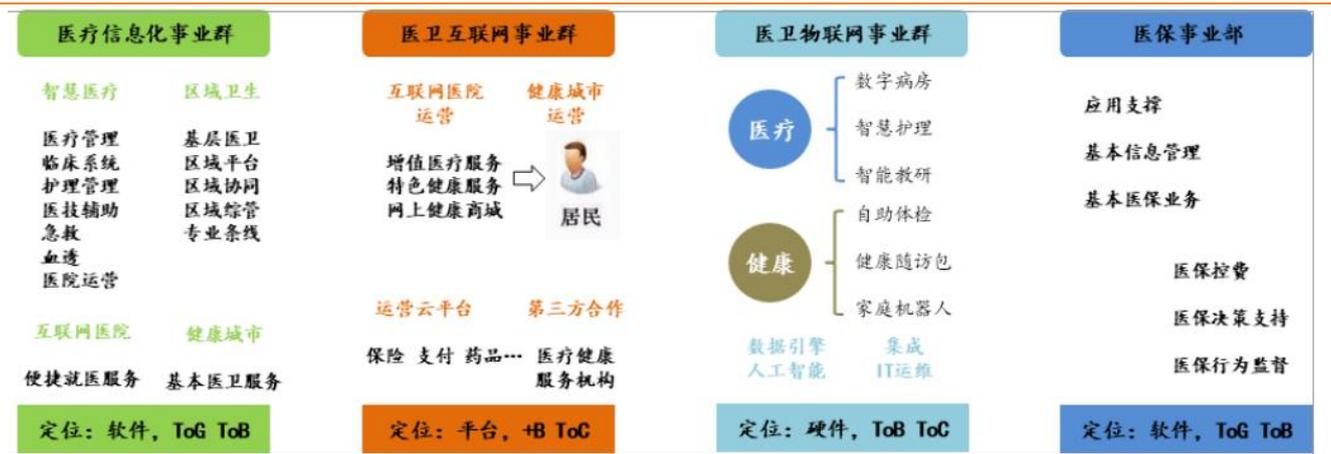
1. 公卫和医院信息化龙头，管理改善活力提升

创业慧康成立于 1997 年，在 20 多年的发展历程中，一贯秉持“创造智慧医卫、服务健康事业”的愿景，专注医疗卫生领域的信息化服务与创新。公司通过“一体两翼”的发展战略，构建横向业务发展经营模式，产品涵盖医疗、卫生、医保、健康、养老等各种服务场景。经过多年云技术和多态智联的研发推进，2021 年公司正式启动“慧康云”的整体云化转型发展战略，从传统 IT 信息产品服务商向科技云生态企业的转型，形成医疗卫生健康信息化行业的云生态价值供应链。

1.1. 发展历程：公共卫生起家，二十年砥砺成为公卫+医院龙头

创业慧康成立于 1997 年，公共卫生起家，二十多年砥砺成为公卫+医院龙头。公司通过“一体两翼”的发展战略，构建横向业务发展经营模式，产品涵盖医疗、卫生、医保、健康、养老等各种服务场景，产品及服务可以划分为“一体两翼”及医保事业部，四大产品服务板块。同时，经过多年云技术和多态智联的研发推进，目前公司产品已经基本具备了业务全面云化的技术和架构基础工作。

图 1：公司主要业务



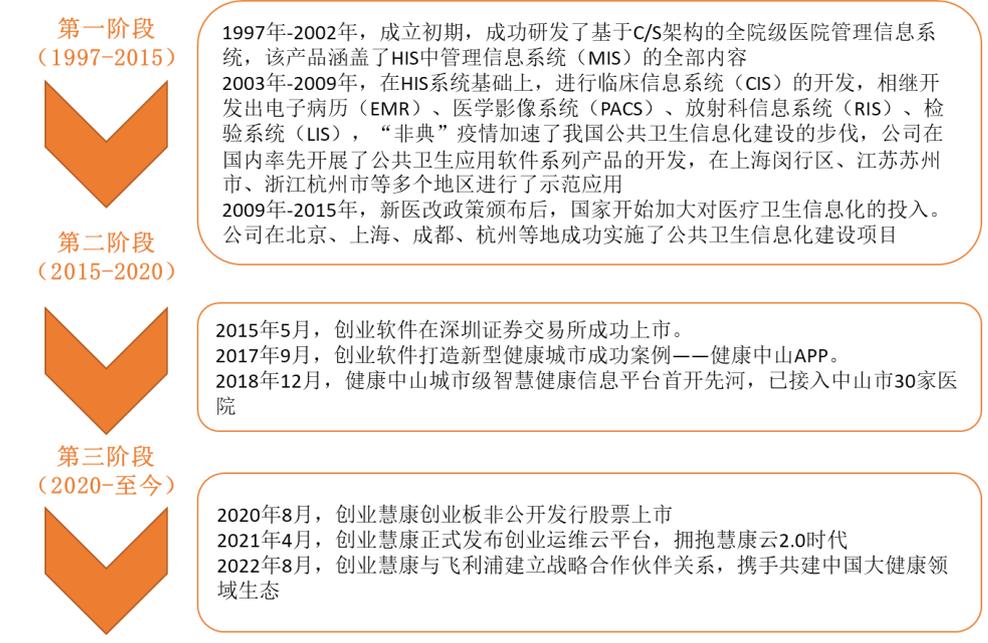
资料来源：公司年报，天风证券研究所

第一阶段（1997-2015）：初创至公卫地位确立。1997 年到 2008 年的期间，布局 HIS、CIS、LIS、RIS、EMR、PACS 等业务，并开展公共卫生社区、区域卫生项目，走在医疗卫生信息化发展前沿。2003 年，公司抓住我国“非典”疫情下公共卫生信息化建设机遇，在国内率先开展了公共卫生应用软件系列产品的开发，在上海闵行区、江苏苏州市、浙江杭州市等多个地区进行了示范应用。伴随 2009 年新医改建设，公司确立了在公共卫生领域的领先地位。

第二阶段（2015-2020）：加速健康城市建设和运营。2015 年 5 月，创业软件在深圳证券交易所成功上市。2017 年 9 月，创业软件打造新型健康城市成功案例——健康中山 APP。2018 年 12 月，健康中山城市级智慧健康信息平台首开先河，已接入中山市 30 家医院。

第三阶段（2020-至今）：医院端持续深化，进入慧康云 2.0 时代。2020 年 8 月，创业慧康创业板非公开发行人股票上市。2021 年 4 月，创业慧康正式发布创业运维云平台，拥抱慧康云 2.0 时代。2022 年 8 月，创业慧康与飞利浦建立战略合作伙伴关系，携手共建中国大健康领域生态

图 2：创业慧康发展历程



资料来源：创业慧康官网，创业慧康招股书，天风证券研究所

1.2. 经营状况：收入利润高复合增速，聚焦核心医疗业务

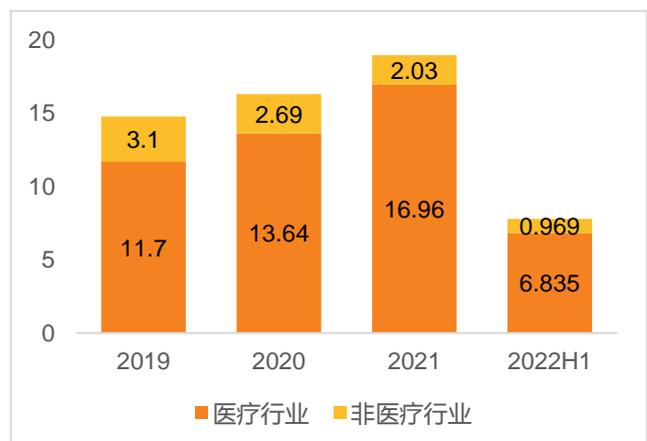
扣非净利润高复合增长态势，聚焦公司核心业务，非医疗业务逐渐剥离。营业收入由 2019 年 14.8 亿元上升到 2021 年 18.99 亿元，复合增长率为 13.3%；毛利由 7.91 亿元增长到 10.3 亿元，复合增长率为 14.1%；扣非净利润由 2019 年的 2.61 亿元上升到 2021 年的 3.87 亿元，复合增长率为 21.8%。结构上看，2021 年医疗行业营业收入达到 16.96 亿元，占营业收入比重接近 90%。同时，非医疗行业收入逐步降低，由 3.1 亿元降低到 2.03 亿元，公司将更多业务聚焦到医疗行业，不断打造自身核心竞争力。

图 3：2019-2022 前三季度公司盈利状况（单位：亿元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

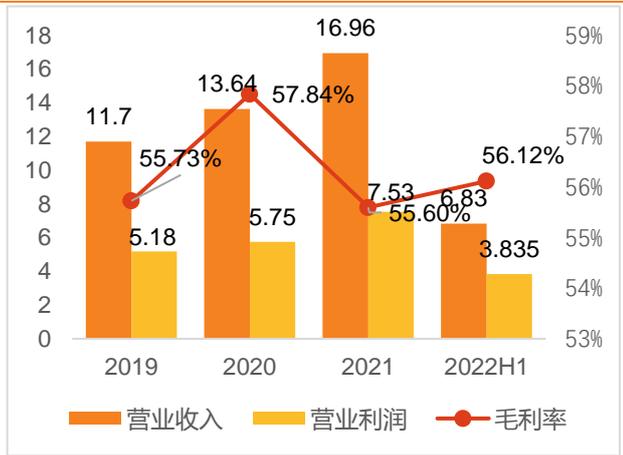
图 4：2019-2022H1 医疗与非医疗行业营业收入（单位：亿元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

医疗业务保持稳定高毛利率。2019-2021 年间，非医疗行业业务转型医疗业务，毛利率水平出现下降趋势。相比之下，医疗行业信息化建设模式较成熟，毛利率均高于 55%，维持在较高区间。

图 5：2019-2022H1 医疗行业营收情况（亿元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

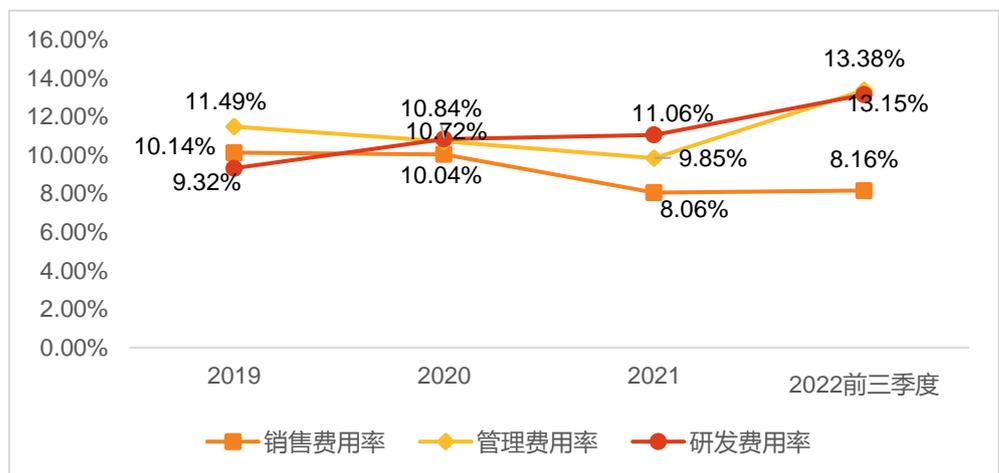
图 6：2019-2022H1 非医疗行业营收情况（亿元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

公司各项费用率较低，研发投入提高公司竞争力。2019-2021 年公司费用管控良好，三项费用率合计保持在 30%左右，随着管理与销售模式的不断成熟，销售费用率与管理费用率总体上呈下降趋势，销售费用率由 10.14%下降到 8.06%，管理费用率由 11.49%下降到 9.85%。公司研发投入占比加大，2019-2021 年公司研发费用率逐年提高，三年分别为 9.32%、10.84%、11.06%，公司加大研发力度有助于提升产品竞争力，形成良好的创新生态。

图 7：2019-2022 前三季度各项费用比率



资料来源：公司年报，天风证券研究所

1.3. 管理改善：引入飞利浦，发布股权激励

飞利浦入股成为公司第二大股东，开启战略合作期。2022 年 5 月 12 日，葛航及其一致行动人福鼎嘉盈，周建新及其一致行动人鑫粟科技和铜粟投资与飞利浦签署《股份转让协议》。葛航、福鼎嘉盈、鑫粟科技及铜粟投资分别拟向飞利浦转让其所持有公司 464,936 股股份、77,048,767 股股份、71,879,153 股股份、5,610,231 股股份。本次股份转让价格为 7.90 元/股，股份转让总价款为 1,224,524,387 元。本次交易完成后，飞利浦将持有公司 155,003,087

股，占股份转让协议签署时公司总股本的 10.0016%。公司引入飞利浦“Tasy 软件”的领先技术和理念，通过本地化的开发，将向中国医疗机构推出“新一代 EMR 软件产品”，双方发挥各自优势，增强公司在市场拓展及产品创新能力，提升公司在医疗卫生信息化领域的核心竞争力。

表 1: 飞利浦入股创业慧康情况 (截至 2022 年 5 月 12 日协议转让签署时)

| 股东名称 | 股份转让前 | | 股份转让后 | |
|------|-------------|----------|-------------|----------|
| | 持股数量 (股) | 持股比例 (%) | 持股数量 (股) | 持股比例 (%) |
| 葛航 | 220,984,118 | 14.259 | 220,519,182 | 14.229 |
| 福鼎嘉盈 | 77,048,767 | 4.9716 | 0 | 0 |
| 周建新 | 6,084,753 | 0.3926 | 6,084,753 | 0.3926 |
| 鑫粟科技 | 123,003,913 | 7.9368 | 51,124,760 | 3.2988 |
| 铜粟投资 | 9,279,026 | 0.5987 | 3,668,795 | 0.2367 |
| 飞利浦 | 0 | 0 | 155,003,087 | 10.0016 |

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

管理持续改善，核心管理层稳定，经营动力显著提升。2022 年 12 月，公司发布股权激励草案，计划拟向 97 名激励对象授予第二类限制性股票 4200.00 万股，约占总股本的 2.71%，授予价格 4.08 元/股。2023-2025 年股权激励业绩目标为收入较 22 年同比增长 10%/21%/33.1% 或扣非净利润较 22 年同比增长 30%/60%/90%。本次股权激励计划主要面向高管、核心管理人员、中层人员和核心骨干，其中，董事长兼总经理张吕峥获配 500 万股，占本次股权激励计划的 11.90%。我们认为，未来公司有望结合全国化渠道优势和龙头优势进一步加强市场占有率。

表 2: 2022 年公司股权激励计划 (草案) 分配情况

| 姓名 | 职务 | 获授的限制性股票数量 (万股) | 占本次激励计划拟授予权益总数的比例 | 占本激励计划公告之日公司总股本的比例 |
|-----------------------------|-----------|-----------------|-------------------|--------------------|
| 张吕峥 | 董事长、总经理 | 500 | 11.90% | 0.32% |
| 陈东 | 副总经理 | 60 | 1.43% | 0.04% |
| 张崧 | 副总经理 | 60 | 1.43% | 0.04% |
| 方宝林 | 副总经理 | 100 | 2.38% | 0.06% |
| 胡燕 | 董事、董事会秘书 | 60 | 1.43% | 0.04% |
| 郁燕萍 | 财务总监 | 60 | 1.43% | 0.04% |
| 高春蓉 | 副总经理、总工程师 | 60 | 1.43% | 0.04% |
| 孙烈峰 | 副总经理 | 40 | 0.95% | 0.03% |
| 赵晔 | 董事 | 30 | 0.71% | 0.02% |
| 核心管理人员、中层管理人员及核心骨干员工 (88 人) | | 2,510.00 | 59.76% | 1.62% |
| 预留部分 | | 720 | 17.14% | 0.46% |
| 合计 | | 4,200.00 | 100.00% | 2.71% |

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

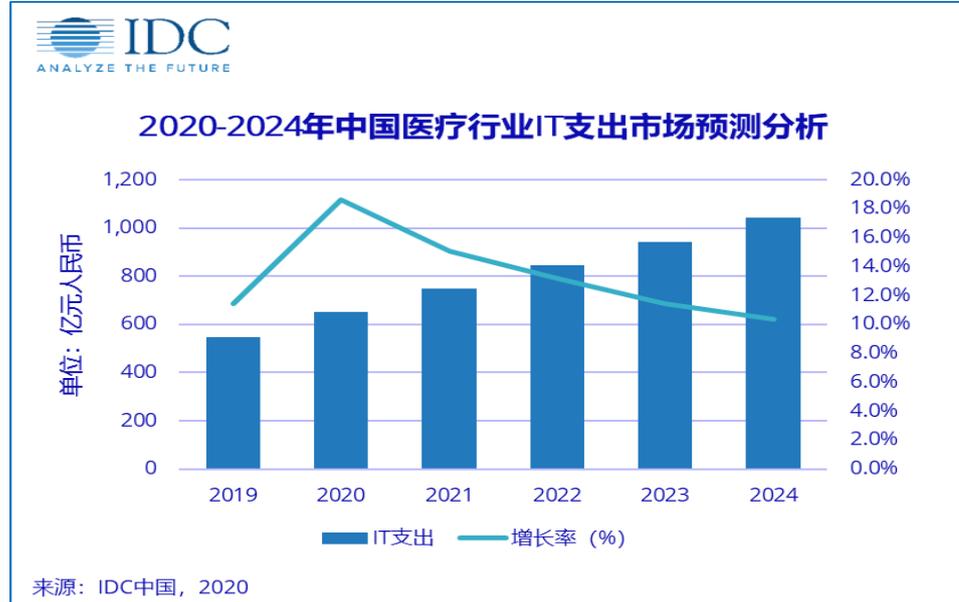
2. 评级要求+新医院建设+分级诊疗，医疗 IT 市场多维驱动

2.1. “三位一体”智慧医院评级要求持续，医疗 IT 市场需求底座坚实

医疗行业 IT 支出保持高增长，提供坚实底座。根据 IDC 预测相关数据显示，2019 年中国医疗行业 IT 总支出是 548.2 亿元人民币，预计到 2024 年该市场规模将达到 1041.5 亿元人

民币，2019 至 2024 年的年复合增长率将为 13.7%。2019 年中国医疗应用软件解决方案市场规模为 161.9 亿元人民币，比上一年增加了 17.5%，预计 2024 年该市场规模将达到 327.2 亿元人民币，2019 至 2024 年的年复合增长率为 15.1%。

图 8：中国医疗 IT 行业市场规模预测

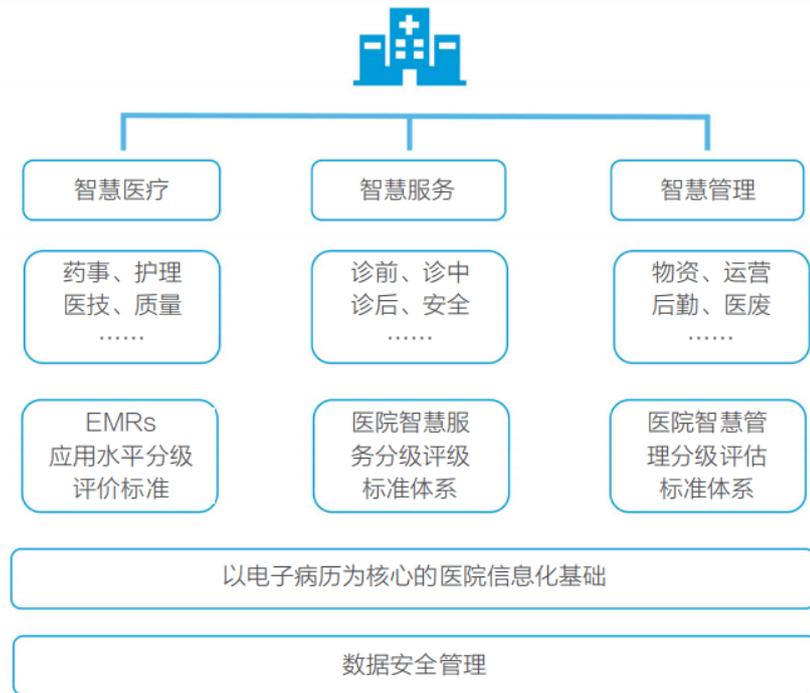


资料来源：IDC 咨询官方微信公众号，天风证券研究所

电子病历、“三位一体”智慧医院等评级政策持续推动发展。2019 年初，国家卫生健康委办公厅《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》，提出确保所有三级医院于 2019 年底前达到分级评价 3 级以上、2020 年底前达到分级评价 4 级以上，所有二级医院于 2020 年底前达到分级评价 3 级以上。根据国家卫健委发布的《关于 2020 年度全国三级公立医院绩效考核国家监测分析情况的通报》指出，2020 年，三级公立医院电子病历系统功能应用水平平均级别由 2019 年的 3.23 提高至 3.65，91.26%的三级公立医院达到 3 级及以上水平，65.26%的三级公立医院达到 4 级及以上水平。

2021 年 10 月 14 日，国家卫健委、中医药管理局联合印发《公立医院高质量发展促进行动（2021-2025 年）》，提出重点建设“三位一体”智慧医院。将信息化作为医院基本建设的优先领域，建设电子病历、智慧服务、智慧管理“三位一体”的智慧医院信息系统，完善智慧医院分级评估顶层设计。文件要求到 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，能够支撑线上线下一体化的医疗服务新模式，到 2025 年，建成一批发挥示范引领作用的智慧医院，线上线下一体化医疗服务模式形成，医疗服务区域均衡性进一步增强。

图 9: “三位一体”智慧医院架构



资料来源: 上海复繁信息科技微信公众号, 天风证券研究所

2.2. 新医院建设进入加速期，信息化要求显著提升

新医院建设处于加速阶段，国家区域医疗中心数量持续攀升。2019 年 10 月，国家第一批区域医疗中心进行试点，2022 年以来，政策推动显著加快，2022 年 4 月 27 日，国家发改委、国家卫健委等四部门印发《有序扩大国家区域医疗中心建设工作方案》的通知，5 月公布第三批区域医疗中心试点，10 月公布第四批区域医疗中心试点。根据中国财经网，截至 2022 年 12 月，共有 50 个国家区域医疗中心项目落地实施，规划设置床位超过 6 万张，基本覆盖了医疗资源相对薄弱的省份。为缩小省会城市与各地市之间医疗水平差距，方便百姓就近就医，“十四五”期间，国家将支持各地建设 120 个左右省级区域医疗中心，中央预算投资补助每个项目最高 2 亿元。

表 3: 区域医疗中心试点获批情况

| 时间 | 批次 | 获批项目情况 |
|---------|-----|--|
| 2022.10 | 第四批 | 全国 14 省份和新疆生产建设兵团的 26 家医院获批 |
| 2022.5 | 第三批 | 合计 24 家医院获批，江西 4 家医院获批；河南和重庆分别有 3 家医院获批；河北、内蒙古、安徽、海南的获批项目均为 2 个；黑龙江、福建、广西、甘肃、青海、宁夏此次获批医院分别为 1 家。 |

| | | |
|---------|-----|---|
| 2021.7 | 第二批 | 获批的项目共有 16 个，包含有福建 4 家，河南 3 家，河北、山西、新疆、云南各 2 家，安徽 1 家 |
| 2019.10 | 第一批 | 国家第一批区域医疗中心试点选择了河北、辽宁、山西、福建、安徽、云南等 8 个省份，促成了 10 个项目 |

资料来源：筑医台资讯微信公众号，中国政府网，澎湃，天风证券研究所

区域医疗中心对信息化提出了高评级要求。2022 年 10 月下旬，国家卫健委发布了《国家重症医学中心设置标准》和《国家重症区域医疗中心设置标准》的通知，通知提出信息平台建设达到医院信息互联互通标准化成熟度测评四级要求；医院电子病历建设达到国家卫生健康委电子病历应用等级测评五级要求；医院核心业务系统达到网络安全等级保护制度三级要求。

2.3. 分级诊疗体系建设，进一步促进信息化格局优化

以医联体医共体为代表的分级诊疗体系，始终是我们医疗体系的重点发展趋势。2017 年 4 月，国务院办公厅发布《关于推进医疗联合体建设和发展的指导意见》，明确医联体建设需发挥医保杠杆作用。2019 年 5 月，国家卫健委、国家中医药局发布的《城市医疗联合体建设试点工作方案》明确，到 2019 年底，100 个试点城市全面启动城市医联体网格化布局与管理，每个试点城市至少建成一个有明显成效的医联体。2019 年 5 月，国家卫健委下发《关于开展紧密型县域医疗卫生共同体建设试点的指导方案》，明确，目标到 2020 年底，在 500 个县（含县级市、市辖区）初步建成目标明确、权责清晰、分工协作的新型县域医疗卫生服务体系。

表 4：前期国家医联体医共体政策

| 时间 | 政策内容 |
|--------|---|
| 2017.4 | 国务院办公厅发布《关于推进医疗联合体建设和发展的指导意见》，明确医联体建设需发挥医保杠杆作用。《意见》指出，2017 年，我国将基本搭建医联体制度框架，全面启动多种形式的医联体建设试点，三级公立医院要全部参与并发挥引领作用，综合医改试点省份每个地市以及分级诊疗试点城市至少建成一个有明显成效的医联体，到 2020 年，在总结试点经验的基础上，全面推进医联体建设，形成较为完善的医联体政策体系。 |
| 2019.5 | 国家卫健委、国家中医药局发布的《城市医疗联合体建设试点工作方案》明确，到 2019 年底，100 个试点城市全面启动城市医联体网格化布局与管理，每个试点城市至少建成一个有明显成效的医联体，初步形成以城市三级医院牵头、基层医疗机构为基础，康复、护理等其他医疗机构参加的医联体管理模式。到 2020 年，100 个试点城市形成医联体网格化布局，取得明显成效。区域医疗卫生服务能力明显增强，资源利用效率明显提升，医联体成为服务、责任、利益、管理共同体，形成有序的分级诊疗就医秩序。 |
| 2019.5 | 国家卫健委下发《关于开展紧密型县域医疗卫生共同体建设试点的指导方案》，从四个方面明确了医共体建设的 13 项工作内容，为医共体建设发展提供了详细的发展路径。明确，目标到 2020 年底，在 500 个县（含县级市、市辖区）初步建成目标明确、权责清晰、分工协作的新型县域医疗卫生服务体系，逐步形成服务、责任、利益、管理的共同体 |

资料来源：健康界，中国政府网，天风证券研究所

2022 年 12 月以来，分级诊疗相关政策加速落地，信息化份额有望向头部集中。2022 年 12 月，中共中央国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022-2035 年）》，提出积极发展“互联网+医疗健康”服务，健全互联网诊疗收费政策，将符合条件的互联网医疗服务项目按程序纳入医保支付范围。同月，国务院联防联控机制综合组发布《以医联体为载体做好新冠肺炎分级诊疗工作方案》。工作方案指出，构建新冠肺炎相关症状患者分级诊疗服务网络，统筹现有医疗资源，以地级市、县为单位，按照分区包片原则，规划覆盖辖区

内所有常住人口的若干网格，每个网格内组建 1 个医联体（包括城市医疗集团和县域医共体），或依托现有医联体将辖区内所有居民纳入管理。我们认为，分级诊疗政策或推动国内医疗体系的整合和协同，医院信息系统和公共卫生系统有望进一步统一，带动信息化市场份额进一步向头部集中。

表 5：2022 年 12 月分级诊疗相关政策

| 时间 | 政策内容 |
|---------|--|
| 2022.12 | 中共中央国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022-2035 年）》，提出积极发展“互联网+医疗健康”服务，健全互联网诊疗收费政策，将符合条件的互联网医疗服务项目按程序纳入医保支付范围 |
| 2022.12 | 国务院联防联控机制综合组近日发布《以医联体为载体做好新冠肺炎分级诊疗工作方案》。工作方案指出，构建新冠肺炎相关症状患者分级诊疗服务网络。统筹现有医疗资源，以地级市、县为单位，按照分区包片原则，规划覆盖辖区内所有常住人口的若干网格，每个网格内组建 1 个医联体（包括城市医疗集团和县域医共体），或依托现有医联体将辖区内所有居民纳入管理 |
| 2022.12 | 国家卫健委官网发布《关于做好新冠肺炎互联网医疗服务的通知》。医疗机构（包括互联网医院、开展互联网诊疗服务的医疗机构）可以通过互联网诊疗平台，依据最新版新型冠状病毒肺炎诊疗方案有关要求，为出现新冠肺炎相关症状的患者、符合《新冠病毒感染者居家治疗指南》居家的，在线开具治疗新冠肺炎相关症状的处方，并鼓励委托符合条件的第三方将药品配送到患者家中。 |

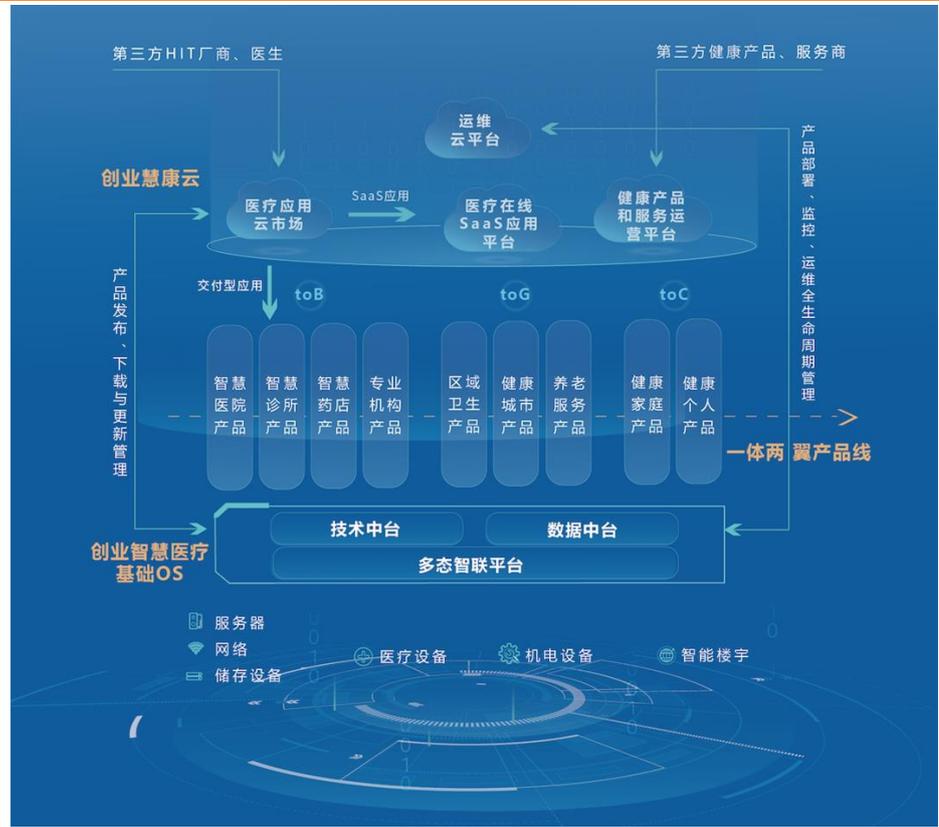
资料来源：中国政府网，东方网，中国经济网，天风证券研究所

3. 发展机遇：产品升级+战略协同，加速市场份额获取

3.1. 加速推进慧康云 2.0，内部研发和交付效率提升

创业慧康云 2.0 产品全面采用云化架构，交付和运营效率显著提升。2021 年，公司推出创业慧康云 2.0 战略。从架构上看，创业慧康云 2.0 产品在医疗信息化服务底层的服务器、网络、医疗设备等硬件设施的基础上，构建包含“多态智联平台”、“技术中台”、“数据中台”模块的“创业慧康医疗基础 OS”，在基础 OS 上运行面向医疗机构、公共卫生部门及居民、患者等不同客群的信息化产品，同时建设开放云平台，涵盖医疗在线 SaaS 应用平台、运维平台、健康产品和服务运营平台等多种功能子平台，为客户提供综合增值服务。公司基于平台云化技术，从业务运行的角度，将客户的实际业务模块、开发效率与运维工作紧密结合，形成基于医疗行业系统运维知识体系，打造支持各类型需求的云端运维服务，并通过全自动采集方式获取业务环境运行状态，利用云端专家知识库和规则引擎，全面分析医院的集成环境和业务使用状态，提供历史维度的数据对比和分析，及时发现运行隐患、故障和业务性能等问题，为客户提供更加精准的运维、分析、诊断服务。我们认为，以云运维平台为代表的创业慧康云 2.0 产品体系有望显著提升公司的产品交付和运营效率，或有望助力公司毛利率进一步提升。

图 10：创业慧康云 2.0 产品架构



资料来源：中国数字医学微信公众号，天风证券研究所

慧康云 2.0 加速试点医院上线，客户反馈良好，预计后续有望加速推广。2021 年，公司新一代“慧康云 2.0”全面云化解决方案在三家医疗机构成功上线，新一代产品具有全新的架构、统一的全院级标准规范，大大提高了系统性能和可扩展性，可以满足医院内部的业务一体、外部的医卫健一体、集团医院管理的上下一体的管理需求。新产品能够充分利用物联网技术并通过智能设备管理赋能智慧医疗业务场景、优化医疗服务流程，为建设智慧生态医疗奠定基础。

图 11：创业慧康产品演进情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 携手飞利浦打造新一代 EMR 软件 CTasy，拓展医院客户

携手飞利浦打造新一代 EMR 软件 CTasy。2022 年 6 月，公司和飞利浦签订战略合作协议，向飞利浦购买“Tasy 软件”中国区域独家许可权。2022 年 8 月 7 日，双方召开联合在线发布会，宣布将基于战略合作，协同本地化开发“新一代 EMR 软件 CTasy”。飞利浦 EMR 软件系统 Tasy 是一个全院级的集成信息系统，跨各个关护场景，涵盖临床、运营和管理流程，在全球拥有 1500 多家客户，公司将基于“Tasy 软件”进行本地化开发，预计不晚于 2024 年 1 月 31 日正式发布 CTasy 1.0，不晚于 2027 年 1 月 31 日正式发布 CTasy 2.0。

图 12：“三位一体”智慧医院架构



资料来源：中国卫生信息管理杂志公众号，天风证券研究所

协同销售，与飞利浦协同拓展医院客户，预计后期 CTasy 有望加速为公司贡献收入。至 2025 年 12 月 31 日，公司授权飞利浦（中国）及其关联方作为公司的 China Tasy1.0 产品的独家经销商，由飞利浦（中国）及其关联方在合作区域内独家销售 China Tasy 1.0。飞利浦（中国）将在其现有的医疗机构客户名单中挑选出一定数量的客户作为其 CTASY 产品的独家销售客户。

4. 盈利预测及估值

(1) 收入预测:

考虑到 2022 年受疫情影响，项目招标及交付存在部分延后，预计医疗信息化业务收入形成一定幅度下降，2023-2024 年需求预期恢复，交付进度正常化，收入开始加速。预期 2022-2024 年医疗信息化业务收入同比增长分别为-15%/36%/33%。考虑到公司向医疗业务聚焦，非医疗业务预计 2022-2024 年收入同比增长分别为-25%/-10%/-10%。预计公司 2022-2024 年实现收入 15.94/20.98/27.31 元，归母净利润 0.51/4.24/6.21 亿元。

表 6: 创业慧康收入预测

| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 一、医疗信息化业务 | | | | | |
| 收入 (亿元) | 13.64 | 16.96 | 14.42 | 19.61 | 26.08 |
| Yoy | 28.3% | 24.4% | -15.0% | 36.0% | 33.0% |
| 毛利率 | 57.84% | 55.60% | 49.0% | 54.0% | 54.5% |
| 二、非医疗业务 | | | | | |
| 收入 (亿元) | 2.69 | 2.03 | 1.52 | 1.37 | 1.23 |
| Yoy | 28.0% | -24.6% | -25.0% | -10.0% | -10.0% |
| 毛利率 | 43.10% | 42.71% | 43.0% | 43.0% | 43.0% |
| 三、整体 | | | | | |
| 收入 (亿元) | 16.33 | 18.99 | 15.94 | 20.98 | 27.31 |
| Yoy | 10.3% | 16.3% | -16.1% | 31.6% | 30.2% |
| 毛利率 | 55.4% | 54.2% | 48.4% | 53.3% | 54.0% |

资料来源: wind, 天风证券研究所

(2) 估值分析:

选取卫宁健康 (医疗信息化龙头公司, 与创业慧康客户结构相近)、嘉和美康 (主要产品为医院电子病历系统, 和创业慧康产品条线相近)、恒生电子 (证券信息化的产品型厂商, 加速研发新产品, 在产品模式上和创业慧康相似) 作为可比公司, 可比公司 2023 年平均 PE 47X。我们给予公司 2023 年 PE 47X, 对应公司目标市值 199 亿元, 对应目标价 12.86 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 7: 创业慧康可比公司估值

| | | EPS (元) | | | 收盘价 (元) | PE | | |
|-----------|------|---------|-------|-------|---------|--------------|--------------|--------------|
| | | 2022E | 2023E | 2024E | | 2022E | 2023E | 2024E |
| 300253.SZ | 卫宁健康 | 0.19 | 0.26 | 0.34 | 11.26 | 58.25 | 42.91 | 32.65 |
| 688246.SH | 嘉和美康 | 0.45 | 0.72 | 1.09 | 34.40 | 75.90 | 47.98 | 31.48 |
| 600570.SH | 恒生电子 | 0.65 | 0.95 | 1.19 | 47.84 | 73.85 | 50.32 | 40.30 |
| | 平均值 | | | | | 69.34 | 47.07 | 34.81 |

资料来源: wind, 天风证券研究所, 注: 可比公司数据取自万得一致预期, 收盘价 2023 年 2 月 3 日

5. 风险提示

- 1、医院信息化预算支出不及预期：医院经营和收入受疫情影响，信息化预算支出或有较大波动性。
- 2、电子病历评级政策不及预期：电子病历及互联互通评级对医疗信息化行业景气度影响较大，若刚性政策出台不及预期，或影响行业景气。
- 3、交付进度不及预期：医疗信息化相关项目具有一定的交付周期，若交付受到影响，公司确收进度或不及预期。
- 4、回款进度不及预期：医疗信息化行业回款时间较为集中，若回款力度不及预期，公司现金流或受到一定程度影响。

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 1,583.95 | 1,619.15 | 1,856.60 | 1,572.27 | 2,349.51 |
| 应收票据及应收账款 | 845.90 | 1,251.11 | 874.02 | 1,864.60 | 1,625.06 |
| 预付账款 | 41.04 | 22.96 | 45.54 | 47.02 | 85.64 |
| 存货 | 325.55 | 240.51 | 293.79 | 343.20 | 473.71 |
| 其他 | 240.26 | 59.45 | 73.95 | 289.81 | 184.03 |
| 流动资产合计 | 3,036.70 | 3,193.18 | 3,143.90 | 4,116.91 | 4,717.96 |
| 长期股权投资 | 195.06 | 240.83 | 250.83 | 280.83 | 310.83 |
| 固定资产 | 289.49 | 267.75 | 254.33 | 238.76 | 223.05 |
| 在建工程 | 24.40 | 82.57 | 82.57 | 82.57 | 82.57 |
| 无形资产 | 289.27 | 388.29 | 421.37 | 450.45 | 475.53 |
| 其他 | 1,334.11 | 1,294.01 | 1,277.45 | 1,239.20 | 1,202.10 |
| 非流动资产合计 | 2,132.33 | 2,273.45 | 2,286.55 | 2,291.82 | 2,294.08 |
| 资产总计 | 5,249.13 | 5,609.58 | 5,430.45 | 6,408.73 | 7,012.04 |
| 短期借款 | 163.12 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付票据及应付账款 | 359.71 | 524.80 | 297.19 | 682.80 | 574.00 |
| 其他 | 292.33 | 321.70 | 473.66 | 687.69 | 845.90 |
| 流动负债合计 | 815.16 | 846.50 | 770.85 | 1,370.49 | 1,419.90 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 3.91 | 9.31 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| 非流动负债合计 | 3.91 | 9.31 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| 负债合计 | 1,072.36 | 1,010.28 | 780.85 | 1,380.49 | 1,429.90 |
| 少数股东权益 | 37.11 | 37.50 | 37.62 | 38.64 | 40.14 |
| 股本 | 1,192.61 | 1,549.79 | 1,549.34 | 1,549.34 | 1,549.34 |
| 资本公积 | 1,874.20 | 1,524.89 | 1,524.89 | 1,524.89 | 1,524.89 |
| 留存收益 | 1,145.13 | 1,522.42 | 1,567.76 | 1,945.37 | 2,497.77 |
| 其他 | (72.29) | (35.29) | (30.00) | (30.00) | (30.00) |
| 股东权益合计 | 4,176.77 | 4,599.30 | 4,649.60 | 5,028.24 | 5,582.14 |
| 负债和股东权益总计 | 5,249.13 | 5,609.58 | 5,430.45 | 6,408.73 | 7,012.04 |

| 现金流量表(百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-----------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|
| 净利润 | 336.24 | 414.15 | 50.94 | 424.28 | 620.68 |
| 折旧摊销 | 59.38 | 70.69 | 65.34 | 69.49 | 73.64 |
| 财务费用 | 6.19 | 1.45 | (23.17) | (22.86) | (26.15) |
| 投资损失 | (11.68) | (30.67) | (10.00) | (30.00) | (30.00) |
| 营运资金变动 | (199.77) | (337.78) | 213.72 | (649.45) | 232.70 |
| 其它 | 80.97 | 58.38 | 0.14 | 1.15 | 1.68 |
| 经营活动现金流 | 271.33 | 176.22 | 296.96 | (207.39) | 872.55 |
| 资本支出 | 178.77 | 203.84 | 84.31 | 83.00 | 83.00 |
| 长期投资 | 16.36 | 45.77 | 10.00 | 30.00 | 30.00 |
| 其他 | (607.09) | (216.08) | (169.31) | (166.00) | (166.00) |
| 投资活动现金流 | (411.96) | 33.53 | (75.00) | (53.00) | (53.00) |
| 债权融资 | (37.42) | (136.60) | 16.26 | 22.86 | 26.15 |
| 股权融资 | 1,318.59 | (1.63) | (0.78) | (46.80) | (68.46) |
| 其他 | (92.68) | (37.89) | 0.00 | 0.00 | (0.00) |
| 筹资活动现金流 | 1,188.49 | (176.12) | 15.48 | (23.94) | (42.31) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 1,047.86 | 33.63 | 237.44 | (284.33) | 777.24 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 1,632.84 | 1,898.98 | 1,593.85 | 2,097.67 | 2,731.04 |
| 营业成本 | 727.98 | 869.34 | 821.99 | 979.99 | 1,256.79 |
| 营业税金及附加 | 15.81 | 19.08 | 16.01 | 21.08 | 27.44 |
| 营业费用 | 164.34 | 152.98 | 140.26 | 157.33 | 199.37 |
| 管理费用 | 174.53 | 187.45 | 223.14 | 243.33 | 300.41 |
| 研发费用 | 177.23 | 210.37 | 189.67 | 213.96 | 273.10 |
| 财务费用 | (2.63) | (19.60) | (23.17) | (22.86) | (26.15) |
| 资产减值损失 | (54.48) | (95.72) | (180.00) | (70.00) | (50.00) |
| 公允价值变动收益 | 0.78 | (0.38) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 11.66 | 30.54 | 10.00 | 30.00 | 30.00 |
| 其他 | 40.08 | 92.64 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 377.55 | 452.27 | 55.96 | 464.85 | 680.07 |
| 营业外收入 | 0.13 | 0.31 | 0.20 | 0.30 | 0.30 |
| 营业外支出 | 1.15 | 0.66 | 0.33 | 0.20 | 0.20 |
| 利润总额 | 376.54 | 451.92 | 55.83 | 464.95 | 680.17 |
| 所得税 | 40.30 | 37.77 | 4.75 | 39.52 | 57.81 |
| 净利润 | 336.24 | 414.15 | 51.08 | 425.43 | 622.36 |
| 少数股东损益 | 3.90 | 1.11 | 0.14 | 1.15 | 1.68 |
| 归属于母公司净利润 | 332.34 | 413.04 | 50.94 | 424.28 | 620.68 |
| 每股收益(元) | 0.21 | 0.27 | 0.03 | 0.27 | 0.40 |

| 主要财务比率 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 10.34% | 16.30% | -16.07% | 31.61% | 30.19% |
| 营业利润 | 5.85% | 19.79% | -87.63% | 730.75% | 46.30% |
| 归属于母公司净利润 | 5.82% | 24.28% | -87.67% | 732.86% | 46.29% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 55.42% | 54.22% | 48.43% | 53.28% | 53.98% |
| 净利率 | 20.35% | 21.75% | 3.20% | 20.23% | 22.73% |
| ROE | 8.03% | 9.05% | 1.10% | 8.50% | 11.20% |
| ROIC | 15.85% | 16.98% | 1.09% | 15.71% | 18.43% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 20.43% | 18.01% | 14.38% | 21.54% | 20.39% |
| 净负债率 | -34.02% | -35.05% | -39.93% | -31.27% | -42.09% |
| 流动比率 | 2.92 | 3.33 | 4.08 | 3.00 | 3.32 |
| 速动比率 | 2.61 | 3.09 | 3.70 | 2.75 | 2.99 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 1.90 | 1.81 | 1.50 | 1.53 | 1.57 |
| 存货周转率 | 6.96 | 6.71 | 5.97 | 6.59 | 6.69 |
| 总资产周转率 | 0.37 | 0.35 | 0.29 | 0.35 | 0.41 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.21 | 0.27 | 0.03 | 0.27 | 0.40 |
| 每股经营现金流 | 0.18 | 0.11 | 0.19 | -0.13 | 0.56 |
| 每股净资产 | 2.67 | 2.94 | 2.98 | 3.22 | 3.58 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 42.47 | 34.17 | 277.06 | 33.27 | 22.74 |
| 市净率 | 3.41 | 3.09 | 3.06 | 2.83 | 2.55 |
| EV/EBITDA | 23.36 | 19.97 | 31.94 | 20.92 | 14.73 |
| EV/EBIT | 25.28 | 21.53 | 38.61 | 23.70 | 16.25 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|--|---|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |