

## 需求逐季修复, Hi-HIS 进入敏捷交付周期

### 投资要点

- 事件:** 公司发布 2023 年三季度报告, 前三季度公司实现营业收入 11.6 亿元, 同比增长 1.6%, 实现归母净利润 9138.0 万元, 同比减少 46.5%; 单三季度实现营业收入 4.5 亿元, 同比增长 26.3%, 实现归母净利润 6737.3 万元, 同比减少 2.9%。
- 收入修复明显, 利润短期承压。** 收入端看, 伴随下游医院需求逐步起量, 项目推进恢复常态化, 2023 年公司 Q1、Q2、Q3 单季度收入增速分别为-24.7%、12.1%、26.3%, 呈现逐季加速态势。利润端看, 公司前三季度毛利率为 52.7%, 同比下滑 2.49pp, 主要系部分大型医院项目的硬件占比有所提升; 前三季度销售、管理、研发费用率分别为 8.1% (-0.04pp)、15.9% (+2.52pp)、15.3% (+2.10pp), 主要系存在股权激励摊销, 叠加公司加大 AI、CTasy 等产品研发, 致使利润端表现短期承压。
- 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, 而困境后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, 公司与飞利浦的合作进程加速, 新一代 Ctasy 产品的研发工作正有条不紊推进, 并已经在试点项目的接洽和规划, 后续双方将重点进行市场开拓工作。此外, 公司联合浙大计算机创新技术研究院推出慧康-启真大模型和慧意 GPT, 不断迭代强化 AI+ 医疗能力, 综合竞争力不断加强。
- Hi-HIS 进入集中交付周期, 有望助推业绩释放。** 公司 Hi-HIS 系统完成在台州恩泽医疗中心“四院五区”的全面上线, 项目涉及智慧服务、只会临床、智慧管理等 7 大类 262 个子项, 显著提升业务系统响应速度, 助力台州医院通过电子病历六级、互联互通成熟度评价五乙评测。标杆项目的上线, 代表公司已形成一整套系统化、可复制的 Hi-HIS 客户化开发、高效部署机制, 推动 Hi-HIS 向敏捷交付的方向迈进。根据创业慧康官方公众号, 当前已有数十个 Hi-HIS 项目陆续进入交付周期, 凭借云原生、微服务等产品优势, 公司业绩有望持续释放。
- 盈利预测与投资建议:** 伴随下游医疗系统的需求恢复, 公司新一代 Hi-HIS 系统进入敏捷交付阶段, 后续有望快速全面铺开, 助推业绩逐季释放, 给予 2024 年 40 倍 PE, 目标价 9.20 元, 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、新品研发进度不及预期、行业竞争加剧等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1527.14	1631.91	1965.66	2411.85
增长率	-19.58%	6.86%	20.45%	22.70%
归属母公司净利润(百万元)	42.64	209.91	354.33	514.67
增长率	-89.68%	392.31%	68.80%	45.25%
每股收益 EPS(元)	0.03	0.14	0.23	0.33
净资产收益率 ROE	0.90%	4.24%	6.73%	9.02%
PE	256	52	31	21
PB	2.38	2.28	2.14	1.97

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

分析师: 邓文鑫  
执业证号: S1250523070002  
电话: 15123996370  
邮箱: dwx@swsc.com.cn

### 相对指数表现



### 基础数据

总股本(亿股)	15.49
流通 A 股(亿股)	13.42
52 周内股价区间(元)	6.18-11.56
总市值(亿元)	111.38
总资产(亿元)	57.57
每股净资产(元)	3.02

### 相关研究

## 盈利预测

### 关键假设：

**1) 软件销售：**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，Hi-HIS 进入敏捷交付周期，有望实现订单快速增长，预计该业务 2023-2025 年收入增速分别为 10%、25%、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 2023-2025 年收入增速分别为 5%、20%、20%。

**3) 系统集成：**伴随后续医疗信息化进入精细化、复杂化建设阶段，预计 2023-2025 年收入增速分别为 5%、20%、20%。

4) 伴随项目推进的常态化，交付周期缩短，叠加公司业务中台的持续沉淀和敏捷交付经验的丰富，各项业务毛利率呈现修复趋势；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 2023-2025 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		2022A	2023E	2024E	2025E
软件销售	收入	568.4	625.2	781.5	1015.9
	增速	-25.7%	10.0%	25.0%	30.0%
	毛利率	53.4%	62.0%	63.5%	65.0%
技术服务	收入	630.66	662.2	794.6	953.6
	增速	-13.8%	5.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	58.0%	62.5%	63.0%	63.3%
系统集成	收入	176.39	185.2	222.3	266.7
	增速	-36.2%	5.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	13.1%	6.5%	11.0%	13.5%
其他	收入	151.73	159.3	167.3	175.6
	增速	20.6%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	40.6%	29.5%	29.5%	29.5%
合计	收入	1527.1	1631.9	1965.7	2411.8
	增速	-19.6%	6.9%	20.5%	22.7%
	毛利率	49.4%	52.7%	54.5%	56.0%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 16.3 亿元（+6.9%）、19.7 亿元（+20.5%）和 24.1 亿元（+22.7%），归母净利润分别为 2.1 亿元（+392.3%）、3.5 亿元（+68.8%）、5.1 亿元（+45.3%），EPS 分别为 0.14 元、0.23 元、0.33 元，对应动态 PE 分别为 52 倍、31 倍、21 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)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
300253.SZ	卫宁健康	158.50	7.38	0.05	0.18	0.26	0.35	204	41	29	21
002777.SZ	久远银海	97.65	24.18	0.45	0.61	0.78	0.94	33	40	31	26
300168.SZ	万达信息	125.27	9.75	-0.24	0.05	0.19	0.31	-35	187	50	31
平均值								67	89	37	26
300451.SZ	创业慧康	111.38	7.05	0.03	0.14	0.23	0.33	256	52	31	21

数据来源：Wind，西南证券整理

从 PE 角度看，2024 年可比公司平均估值为 37 倍，公司 PE 为 31 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，综合竞争力优势突出，有望实现经营加速，给予 2024 年 40 倍 PE，目标价 9.20 元，维持“买入”评级。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1527.14	1631.91	1965.66	2411.85	净利润	41.28	203.21	343.02	498.24
营业成本	772.94	771.39	895.00	1060.07	折旧与摊销	87.08	112.65	126.90	141.15
营业税金及附加	12.82	14.95	17.80	21.66	财务费用	-19.79	-21.21	-25.55	-31.35
销售费用	116.70	130.55	155.29	188.12	资产减值损失	-91.78	70.00	80.00	90.00
管理费用	189.05	489.57	511.07	578.84	经营营运资本变动	-145.87	39.56	-294.85	-356.03
财务费用	-19.79	-21.21	-25.55	-31.35	其他	273.96	-195.61	-49.33	-45.66
资产减值损失	-91.78	70.00	80.00	90.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>144.87</b>	<b>208.59</b>	<b>180.20</b>	<b>296.35</b>
投资收益	-15.42	50.00	50.00	50.00	资本支出	-15.59	-350.00	-300.00	-300.00
公允价值变动损益	0.13	0.07	0.02	0.05	其他	-283.63	50.07	50.02	50.05
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>-299.22</b>	<b>-299.93</b>	<b>-249.98</b>	<b>-249.95</b>
<b>营业利润</b>	<b>52.90</b>	<b>226.73</b>	<b>382.07</b>	<b>554.56</b>	短期借款	99.91	-29.91	0.00	0.00
其他非经营损益	2.53	-0.94	-0.94	-0.96	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>55.44</b>	<b>225.79</b>	<b>381.14</b>	<b>553.60</b>	股权融资	0.50	-0.95	0.00	0.00
所得税	14.16	22.58	38.11	55.36	支付股利	-46.49	-8.53	-41.98	-70.87
净利润	41.28	203.21	343.02	498.24	其他	-35.58	16.20	25.55	31.35
少数股东损益	-1.36	-6.70	-11.31	-16.43	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>18.33</b>	<b>-23.18</b>	<b>-16.43</b>	<b>-39.51</b>
归属母公司股东净利润	42.64	209.91	354.33	514.67	<b>现金流量净额</b>	<b>-136.02</b>	<b>-114.52</b>	<b>-86.22</b>	<b>6.89</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1478.03	1363.51	1277.29	1284.18	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1455.19	1317.87	1650.12	2043.89	销售收入增长率	-19.58%	6.86%	20.45%	22.70%
存货	262.65	262.76	305.50	361.97	营业利润增长率	-88.30%	328.59%	68.51%	45.15%
其他流动资产	116.68	0.64	0.78	0.95	净利润增长率	-90.03%	392.31%	68.80%	45.25%
长期股权投资	209.32	209.32	209.32	209.32	EBITDA 增长率	-76.12%	164.71%	51.94%	37.43%
投资性房地产	2.58	2.58	2.58	2.58	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	450.82	625.07	749.31	873.56	毛利率	49.39%	52.73%	54.47%	56.05%
无形资产和开发支出	1603.99	1668.34	1718.44	1754.29	三费率	18.73%	36.70%	32.60%	30.50%
其他非流动资产	204.29	203.04	201.79	200.54	净利率	2.70%	12.45%	17.45%	20.66%
<b>资产总计</b>	<b>5783.55</b>	<b>5653.13</b>	<b>6115.13</b>	<b>6731.30</b>	ROE	0.90%	4.24%	6.73%	9.02%
短期借款	99.91	70.00	70.00	70.00	ROA	0.71%	3.59%	5.61%	7.40%
应付和预收款项	827.32	717.57	868.51	1043.92	ROIC	0.86%	5.93%	9.24%	12.02%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	7.87%	19.50%	24.59%	27.55%
其他负债	254.53	70.81	80.84	94.22	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1181.76</b>	<b>858.39</b>	<b>1019.35</b>	<b>1208.14</b>	总资产周转率	0.27	0.29	0.33	0.38
股本	1549.34	1549.12	1549.12	1549.12	固定资产周转率	5.57	6.09	8.11	11.13
资本公积	1525.84	1525.10	1525.10	1525.10	应收账款周转率	0.95	1.01	1.15	1.13
留存收益	1518.56	1719.95	2032.30	2476.10	存货周转率	3.04	2.91	3.13	3.16
归属母公司股东权益	4593.66	4793.32	5105.67	5549.47	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.54%	—	—	—
少数股东权益	8.13	1.43	-9.88	-26.31	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>4601.79</b>	<b>4794.74</b>	<b>5095.78</b>	<b>5523.16</b>	资产负债率	20.43%	15.18%	16.67%	17.95%
负债和股东权益合计	5783.55	5653.13	6115.13	6731.30	带息债务/总负债	8.45%	8.15%	6.87%	5.79%
					流动比率	2.82	3.46	3.20	3.08
					速动比率	2.60	3.15	2.90	2.77
					股利支付率	109.04%	4.06%	11.85%	13.77%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	120.19	318.17	483.42	664.36	每股收益	0.03	0.14	0.23	0.33
PE	256.14	52.03	30.82	21.22	每股净资产	2.97	3.09	3.30	3.58
PB	2.38	2.28	2.14	1.97	每股经营现金	0.09	0.13	0.12	0.19
PS	7.15	6.69	5.56	4.53	每股股利	0.03	0.01	0.03	0.05
EV/EBITDA	77.79	29.63	19.68	14.31					
股息率	0.43%	0.08%	0.38%	0.65%					

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

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 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	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
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

---

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@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	xy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---