

创业慧康(300451)

报告日期: 2023年11月02日

医疗 IT 行业复苏, Hi-HIS 与 CTasy 创增量价值

——创业慧康深度报告

投资要点

□ 医疗 IT 行业复苏, “以评促建”持续, 带动医院信息化需求

医疗信息化今年逐步恢复。创业慧康从二季度开始, 截至8月底, 同比订单金额增速在20%左右。同行业的卫宁健康医疗信息化前三季度新签订单同比也有小幅增长。在“以评促建”背景下, 医疗卫生信息化建设逐步推进。部分三级医院已经开始陆续建设电子病历5级, 二级医院建设电子病历4级。互联互通、智慧服务和智慧管理方面的评价和建设有望推进, 从而带来医院信息化建设新需求。

□ Hi-HIS 产品助力医疗集团一体化建设, 进入快速交付期

创业慧康推出的新一代医疗机构(集团)管理信息系统 Hi-HIS, 以数字化创新驱动医院高质量发展。为满足城市医疗集团和县域医共体的经营管理、信息资源共享等需求, 一体化的医院信息系统建设方兴未艾。在云原生、微服务的技术架构下, 公司提供统一的产品架构体系, 和灵活可配置的模块, 实现产品平台化, 面向医疗集团进行快速交付。

截至2021年, 相当一部分医院的主营业务 HIS 系统, 依然是由 PB 或者 Delphi 语言开发的 CS 架构软件。CS 软件存在很多问题, 客户端计算机需要安装 C 端软件, 运维工作量大。目前, 已有很多医院采用 BS 系统软件, 并且使用效果好。在未来数年, BS 架构软件有望占据主导地位, 行业面临技术换代。

目前 Hi-HIS 处在快速推广期, 2023年上半年签订 22 个合同, 金额 3.46 亿元, 完成 5 家医院交付; 近期数十个 Hi-HIS 项目陆续进入交付周期。我们认为, 一体化的产品、快速的交付方式有望帮助公司加快市场拓展速度、降低成本、加速确认收入, 从而带来业绩向好。

□ 飞利浦在股权和产品上的深化合作, 有望给创业慧康带来增量客户资源

公司与飞利浦在2022年开展战略合作, 飞利浦成为公司第二大股东, 目前持股比例 10.01%。飞利浦与 GE、西门子等企业在过去长期垄断中国高端医学影像设备市场, 进口品牌曾占据 90%以上的市场份额, 因而拥有大量的优质医院客户资源。公司与飞利浦在电子病历 Tasy 的基础上共同开发本土化产品 CTasy, 并计划向飞利浦既有客户推广, 有望为公司带来新增客户。

今年双方合作加深, CTasy 从由飞利浦独家向其自身客户销售, 改为公司组建产品与销售团参与市场拓展。后续与飞利浦的战略合作除了传统医疗软件的销售外, 双方会将合作范围延伸到各种医疗器械的销售和代理。

□ 盈利预测与估值

我们预测 2023-2025 年总营收分别为 17.08、21.70、28.08 亿元, 同比回升 +11.82%、+27.10%、+29.38%; 对应归母净利润分别为 1.91、4.08、6.42 亿元, 同比增速分别为 +348.75%、+113.12%、+57.38%。对应 EPS 为 0.12、0.26、0.41 元。以卫宁健康、嘉和美康、万达信息、久远银海作为可比公司, 使用可比公司 2024 年平均 PE 34.08, 目标价为 8.97 元, 上涨空间 21.91%。维持“买入”评级。

□ 风险提示

项目交付延后风险; 核心竞争力降低风险; 市场竞争加剧风险; CTasy 客户拓展不及预期; 与飞利浦合作风险; 医疗信息化政策推进不及预期风险。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 刘雯蜀

执业证书号: s1230523020002
liuwenshu03@stocke.com.cn

研究助理: 张致远

zhangzhiyuan@stocke.com.cn

基本数据

| | |
|----------|-----------|
| 收盘价 | ¥ 7.13 |
| 总市值(百万元) | 11,045.26 |
| 总股本(百万股) | 1,549.12 |

股票走势图



相关报告

- 1 《收入增速逐季提升, 业绩增长超预期》 2023.10.26
- 2 《需求修复迹象显现, Q2 业绩回暖》 2023.09.06
- 3 《Q1 业绩短期承压, 经济复苏叠加政策支持背景下复苏可期》 2023.04.29

财务摘要

| (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|---------|---------|---------|--------|
| 营业收入 | 1,527 | 1,708 | 2,170 | 2,808 |
| (+/-) (%) | -19.58% | 11.82% | 27.10% | 29.38% |
| 归母净利润 | 43 | 191 | 408 | 642 |
| (+/-) (%) | -89.68% | 348.75% | 113.12% | 57.38% |
| 每股收益(元) | 0.03 | 0.12 | 0.26 | 0.41 |
| P/E | 267.40 | 59.59 | 27.96 | 17.77 |

资料来源：浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

假设高等级电子病历评级需求下公司新一代产品推广顺利，我们预测 2023-2025 年总营收分别为 17.08、21.70、28.08 亿元，同比分别增长+11.82%、+27.10%、+29.38%；对应归母净利润分别为 1.91、4.08、6.42 亿元，同比增速分别为+348.75%、+113.12%、+57.38%。对应 EPS 为 0.12、0.26、0.41 元。以卫宁健康、嘉和美康、万达信息、久远银海作为可比公司，使用可比公司 2024 年平均 PE 34.08，目标价为 8.97 元，上涨空间 21.91%。维持“买入”评级。

● 关键假设

- 1) 医疗信息化行业复苏。
- 2) 公司新一代 Hi-HIS 产品契合医院需求，推广顺利，实现快速放量。
- 3) 与飞利浦在 CTasy 领域合作深化，并且假设此次合作为公司带来新增客户。

● 我们与市场的观点的差异

市场认为：虽然诊疗的复苏有望从医院增收和带动提效需求两方面提升医院信息化投入，但是资金收紧、医疗反腐等影响医疗信息化订单。

我们认为：1) 以评促建是推动医疗信息化建设的重要动力，电子病历系统功能应用水平分级评价标准、医院信息互联互通标准化成熟度测评指标体系，医院智慧服务分级评估等需求经历了三年的积累，有望得到释放；2) 不同医院的资金来源不同，三级以上的大型医院主要是自有资金投入 IT 建设，预计优先恢复建设；二级及以下医院有望受益于各地新基建建设，获得资金支持。3) 创业慧康的 Hi-HIS 和 CTasy 新产品周期来临，有望给公司带来在行业复苏之外的增量业绩贡献。

● 股价上涨的催化因素

未来 Hi-HIS 订单新增情况、CTasy 在飞利浦客户中的推广情况。

● 风险提示

项目交付延后风险；核心竞争力降低风险；市场竞争加剧风险；CTasy 客户拓展不及预期；与飞利浦合作风险；医疗信息化政策推进不及预期风险。

正文目录

| | |
|--|-----------|
| 1 诊疗需求上升推动医院信息化建设 | 5 |
| 1.1 诊疗需求持续上升 | 5 |
| 1.2 自筹资金为医院信息化主要来源，医院收入增长有望带动信息化投入 | 6 |
| 2 政策加力推动医院信息化蓬勃发展 | 7 |
| 2.1 医改激发医疗卫生信息化内在动力 | 7 |
| 2.2 电子病历评级向高等级进发 | 8 |
| 2.3 公立医院高质量发展推动管理服务信息化建设 | 11 |
| 3 一体化产品 Hi-HIS 朝敏捷交付迈进 | 12 |
| 3.1 HIS 系统建设朝一体化发展 | 12 |
| 3.2 打造 Hi-HIS 助力医疗集团一体化 | 12 |
| 4 推动生态建设，与飞利浦打造融合解决方案 | 14 |
| 4.1 生态互融打造整体解决方案 | 14 |
| 4.2 CTasy 产品带来差异化竞争优势 | 15 |
| 4.3 飞利浦设备领先、客户优质，有望为合作带来协同优势 | 17 |
| 5 盈利预测与估值 | 19 |
| 5.1 盈利预测 | 19 |
| 5.2 投资建议与估值 | 20 |
| 6 风险提示 | 21 |

图表目录

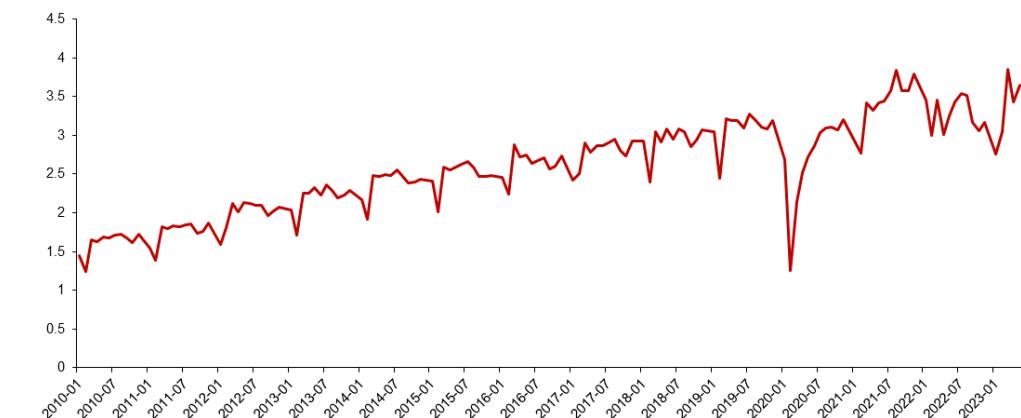
| | |
|---|----|
| 图 1: 全国医院月度总诊疗人次数 (亿人次) | 5 |
| 图 2: 公立三级医院次均门诊费用 (元) | 5 |
| 图 3: 公立三级医院人均住院费用 (元) | 5 |
| 图 4: 2017 年被调查医院信息化投入资金比例构成 | 6 |
| 图 5: 2021 年全国平均每家公立医院收入构成 | 6 |
| 图 6: 2021-2022 年度医院信息化投入资金分布 | 6 |
| 图 7: 2021-2022 年电子病历系统功能应用水平分级评价不同等级医院对比 | 9 |
| 图 8: 2021-2022 年医院互联互通标准化成熟度测评情况 | 10 |
| 图 9: “三位一体”智慧医院 | 11 |
| 图 10: 医疗集团一体化建设 | 12 |
| 图 11: Hi-HIS 系统优势总结 | 13 |
| 图 12: “一个恩泽”智慧健康云生态圈 | 13 |
| 图 13: 创业慧康生态互融战略 | 14 |
| 图 14: 医疗卫生信息化生态体系 | 14 |
| 图 15: Tasy 的先进性 | 15 |
| 图 16: Tasy 产品的专业性 | 16 |
| 图 17: 医学影像诊断与治疗设备概览 | 17 |
| 图 18: 医学影像设备各公司产品线 (来自 2022 年联影医疗招股书) | 17 |
| 图 19: 中国 2020 年 MR 新增设备市占率 | 18 |
| 图 20: 中国 2020 年 CT 新增设备市占率 | 18 |
| 图 21: 中国 2020 年 PET/CT 新增设备市占率 | 18 |
| 表 1: 医药卫生改革政策推动医院信息化 | 7 |
| 表 2: 电子病历系统应用水平分级评价标准 | 8 |
| 表 3: 各省电子病历相关政策梳理 | 10 |
| 表 4: 营业收入预测 | 19 |
| 表 5: 毛利率预测 | 19 |
| 表 6: 费用率预测 | 20 |
| 表 7: 公司估值对比 (总市值按照 2023.11.03 收盘价计算, 可比公司盈利预测来自 2023.10.28 wind 一致预期) | 20 |
| 表附录: 三大报表预测值 | 22 |

1 诊疗需求上升推动医院信息化建设

1.1 诊疗需求持续上升

随着人们健康意识的增强，诊疗需求持续上升，有望推动医院信息化建设。2023年开始医院诊疗出现明显复苏，诊疗人次与人均诊疗费用均有上升。我们认为，中短期诊疗需求修复，长期看伴随老龄化未来健康需求持续增加，诊疗需求有望持续增长。

图1：全国医院月度总诊疗人次数（亿人次）

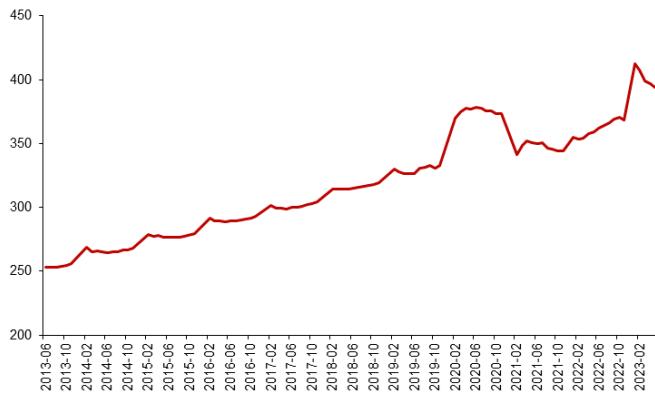


资料来源：Wind，浙商证券研究所

从2023年上半年看，门诊需求快速增长。2022年11月，公立三级、二级医院的次均门诊费用分别为368.4元和234.0元，到了2023年1月份快速上升至412.50元及273.8元。

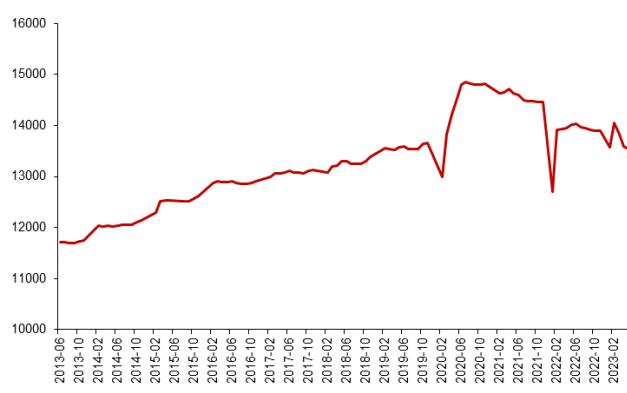
在费用端，门诊费用增长快于住院费用。从2013年6月至2023年5月，三级医院次均门诊费用从253元增长至394元，增长了55.73%；公立二级医院次均门诊费用从166.3元增长至255.4元，增长了53.58%。住院费用增长则相对有限，公立三级医院人均住院费用从11,717.2元增长至13,545.2元，增长了15.6%，二级医院人均住院费用从5,016.3元增长至6,672.0元，增速33.01%。

图2：公立三级医院次均门诊费用（元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3：公立三级医院人均住院费用（元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

诊疗的复苏有望从医院增收和带动提效需求两方面提升医院信息化投入。一方面，门诊收入构成医院的重要收入来源，短期内伴随着人均门诊费用上升以及门诊次数增加，医

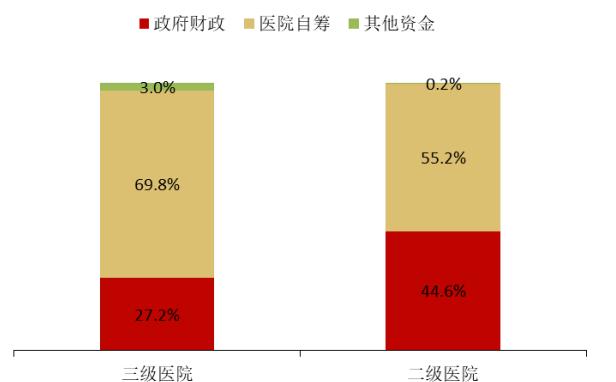
院收入有望增加，从而使医院有更多资金可用于信息化投入。长期看，门诊人次的增长对医疗体系效率提升提出新挑战，医院通过信息化提效需求增加，同时医疗资源的合理有望得到重视，医联体、医共体发展有望提速，带动医疗信息互联互通需求。

1.2 自筹资金为医院信息化主要来源，医院收入增长有望带动信息化投入

我国的医院信息化投入主要来源于医院的自筹资金。根据北京市卫生健康委信息中心进行的“区域性全民健康信息化资金投入机制研究”调查，2017年被调查的三级医院中信息化投入资金中，69.8%来自医院自筹，27.2%来自政府财政。二级医院中55.2%来自医院自筹，44.6%来自财政投入。整体而言医院信息化投入主要依靠医院自有资金，等级越低的医院越依赖财政投入。

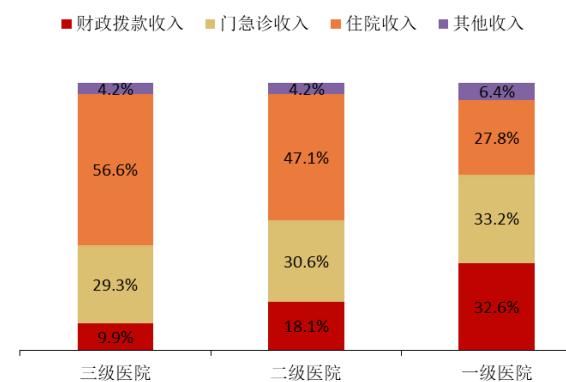
门诊收入增长有望带动医院信息化投入。门急诊费用占医院收入的30%左右。在诊疗需求复苏的背景下，短期看医院收入有望得到提升，增量收入或将推动医院信息化建设。

图4：2017年被调查医院信息化投入资金比例构成



资料来源：CHIMA，北京市卫生健康委信息中心，浙商证券研究所

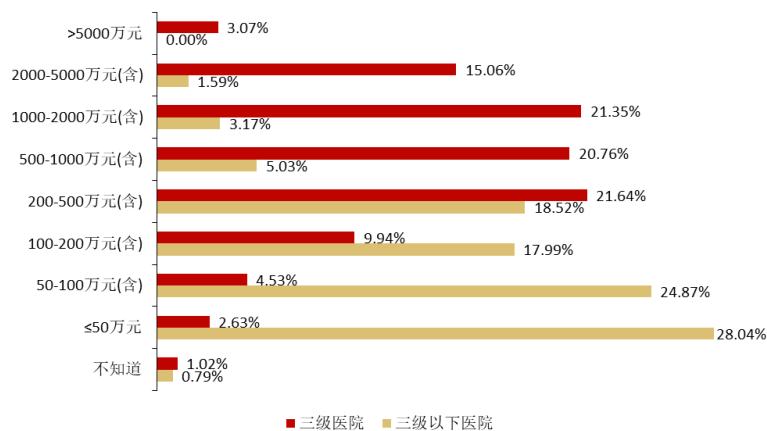
图5：2021年全国平均每家公立医院收入构成



资料来源：2022中国卫生健康统计年鉴，浙商证券研究所

根据CHIMA《2021-2022年度中国医院信息化状况调查报告》，投入资金在500万以上的三级医院达到60.23%。此外，根据区间中值替换法，CHIMA估算出三级医院本年度信息化建设投入金额平均值为1310.6万元，三级以下医院为260.4万元。

图6：2021-2022年度医院信息化投入资金分布



资料来源：CHIMA，浙商证券研究所

2 政策助力推动医院信息化蓬勃发展

“以评促建”直接推动医院信息化建设。为了实现医院的高质量发展，提高医疗质量、患者体验、医院管理效率，国家围绕建设智慧医院颁布了电子病历、互联互通、智慧服务、智慧管理等相关评估标准，通过“以评促建”的方式推动医院信息化发展。国家卫生健康委、国家中医药管理局2021年印发的《公立医院高质量发展促进行动（2021-2025年）》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。

2.1 医改激发医疗卫生信息化内在动力

一系列的医疗卫生改革举措出台，促进医院向改进服务、提高效率、提升质量的发展方向转变，激发了医院信息化建设的内在动力。近年来，国家针对改善医疗服务、医保支付改革、分级诊疗、公立医院绩效考核出台了一系列医疗卫生改革政策，这些政策离不开信息化的支撑。1) 在改善医疗服务方面，通过互联网、人工智能技术推行预约诊疗、检验检查集中预约等服务，优化患者就医体验；2) 在医保支付改革方面，提升信息化水平建立高效的监测体系，加强医保基金效率效果的评价考核；3) 在分级诊疗方面，信息系统的统一管理、信息互联互通、远程诊疗对于医联体内患者转诊、医疗资源共享具有重要意义；4) 在公立医院绩效考核方面，公立三级医院的考核已经转变为“以数据信息考核为主，必要现场复核为辅”，信息系统需要采集各种数据以满足考核报送要求。

表1：医疗卫生改革政策推动医院信息化

| 时间 | 机构 | 名称 | 内容 |
|----------|----------------|-------------------------------------|---|
| 2023年3月 | 中共中央办公厅、国务院办公厅 | 关于进一步完善提升服务便捷性的意见 | 积极运用互联网、人工智能等技术，持续优化服务流程。建设智慧医疗大厅、国家医疗卫生服务体系。推行分时段预约诊疗和检查检验集中预约服务，推广诊间结算、移动支付、线上查询、药物配送等服务。整合打通相关线上服务终端。推进居民电子健康档案应用，完善授权调阅和开放服务渠道及交互方式。逐步拓展日间医疗服务，扩大远程医疗覆盖范围。积极推进新生儿相关证件多证联办。大力推动免疫规划等公共卫生服务便捷化。优化跨省异地就医直接结算服务。 |
| 2021年11月 | 医保局 | DRG/DIP支付健全绩效管理与运行监测机制。支付方式改革三年行动计划 | 加强医保基金使用效率效果评价考核，不断提高有限医保基金使用绩效。按照DRG/DIP付费国家医疗保障经办管理规程要求，围绕DRG/DIP付费全流程管理链条，构建“国家-省-市”多层次监测机制，加强数据分析，优化工作流程，提升信息化水平，建立管用高效的监测体系。 信息传输到位。医疗机构及时、准确、全面传输DRG/DIP付费所需信息是支付工作开展的基础。各统筹地区要指导、督促辖域内医疗机构对标国家标准，组织力量校验医保结算清单接口文档及各字段数据来源，梳理医保结算清单数据项的逻辑关系和基本内涵，做细医保结算清单贯标落地工作，落实DRG/DIP付费所需数据的传输需要，确保信息实时传输、分组结果和有关管理指标及时反馈并能实时监管。 |
| 2021年10月 | 卫健委办公厅 | 关于推广三明市加快推进数字健康基础设施建设的通知 | 推进远程医疗服务，扩大优质医疗资源辐射范围，实现分级诊疗和医疗医联体内部信息系统统一管理、互联互通，推进资源调配、经营管理、质量评价等数字化建设经验和同质化，为提升医联体整体医疗服务能力和管理水平，持续提升医疗质量和患者就医体验提供支撑。 |
| 2019年1月 | 国务院办公厅 | 关于加强三级公立医院信息化支撑，确保结果真实客观。工作的意见 | 通过加强信息系统建设，提高绩效考核数据信息的准确性和客观性，保证关键数据信息自动生成、不可更改，确保绩效考核结果真实客观。根据医学规律和行业特点，发挥大数据优势，强化考核数据分析应用，提升医院科学管理水平。 2019年3月底前，国家卫生健康委建立全国三级公立医院绩效考核信息系统。2019年6月底前，各省份建立省级绩效考核信息系统，与全国三级公立医院绩效考核信息系统互联互通，以数据信息考核为主，必要现场复核为辅，利用“互联网+考核”的方式采集客观考核数据，开展三级公立医院绩效考核工作。 |

资料来源：中国政府网，浙商证券研究所

2.2 电子病历评级向高等级进发

电子病历的本质是医疗业务的全面信息化，它既是提高医院工作效率和医疗质量的手段，也是医院乃至卫生信息化的基础。根据《电子病历应用管理规范（试行）》，电子病历是指医务人员在医疗活动过程中，使用信息系统生成的文字、符号、图表、图形、数字、影像等数字化信息，并能实现存储、管理、传输和重现的医疗记录，是病历的一种记录形式，包括门（急）诊病历和住院病历。

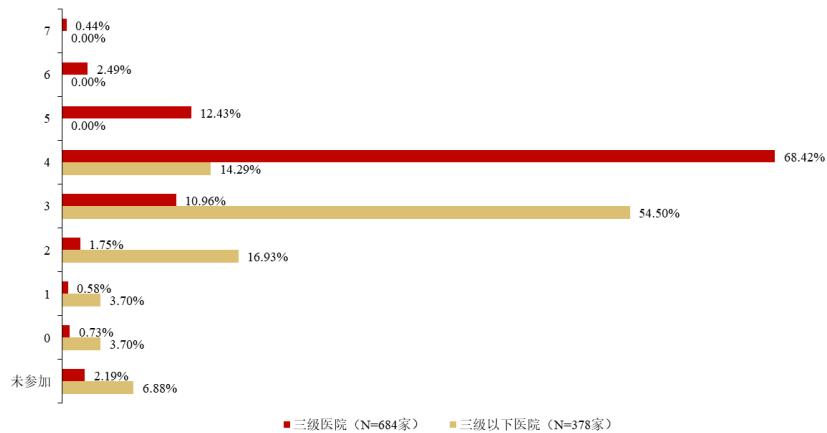
表2：电子病历系统应用水平分级评价标准

| 等级 | 内容 | 局部要求 | 整体要求 |
|-----|----------------------------------|---|---|
| 0 级 | 未形成电子病历无。医疗过程中的信息由手工处理，未使用计算机系统。 | 全院范围内使用计算机系统进行信息处理的业务少于3个。 | |
| 1 级 | 独立医疗信息系统建立 | 使用计算机系统处理医疗业务数据，所使用的住院医嘱、检查、住院药品的信息处理软件系统可以是通用或专用软件，可以是单机并能够通过移动存储设备、复制文件等方式将数据导出供版独立运行的系统。 | （1）住院、检查、检验、住院药品等至少3个以上部门的医疗信息能够通过联网的计算机完成本级局部要求的信息系统，业务信息可以通过网络在部门内部共享并处理功能，但各部门之间未形成数据交换系统，或者部门间数据交换需要手工操作。 （2）部门内有统一的医疗数据字典。 |
| 2 级 | 医疗信息部门内部分交换 | 在医疗业务部门建立了内部共享的信息处理系统，医疗信息能够通过联网的计算机完成本级局部要求的信息系统，业务信息可以通过网络在部门内部共享并处理功能，但各部门之间未形成数据交换系统，或者部门间数据交换需要手工操作。 | |
| 3 级 | 部门间数据交换 | 医疗业务部门间可通过网络传送数据，并采用任何方式（如界面集成、调用信息系统数据等）获得部门外数字化数据信息。本部门系统至少两类医疗信息跨部门的数据共享。的数据可供其他部门共享。信息系统具有依据基础字典内容进行核对检查功能。 | （1）实现医嘱、检查、检验、住院药品、门诊药品、护理等）获得部门外数字化数据信息。本部门系统至少两类医疗信息跨部门的数据共享。 （2）有跨部门统一的医疗数据字典。 |
| 4 级 | 全院信息共享，初级医疗决策支持 | 通过数据接口方式实现所有系统（如 HIS、LIS 等系统）的数据交换。住院系统具备提供至少理、治疗、手术等处理）的信息在全院范围内安全共享。1项基于基础字典与系统数据关联的检查功 | （1）实现病人就医流程信息（包括用药、检查、检验、护理等）具备提供至少理、治疗、手术等处理）的信息在全院范围内安全共享。 （2）实现药品配伍、相互作用自动审核，合理用药监测等功能。 （1）全院各系统数据能够按统一的医疗数据管理机制进行信息集成，并提供跨部门集成展示工具。 |
| 5 级 | 统一数据管理，中级医疗决策支持 | 各部门能够利用全院统一的集成信息和知识库，提供临床诊疗规范、合理用药、临床路径等统一的知识库，为本部门提供集成展示、决策支持的功能。 | （2）具有完备的数据采集智能化工具，支持病历、报告等的结构化、智能化书写。 （3）基于集成的病人信息，利用知识库实现决策支持服务，并能够为医疗管理和临床科研工作提供数据挖掘功能。 （1）检查、检验、治疗、手术、输血、护理等实现全流程信息集成，并提供跨部门集成展示工具。 |
| 6 级 | 全流程医疗数据闭环管理，高级医疗决策支持 | 各个医疗业务项目均具备过程数据采集、记录数据跟踪与闭环管理，并依据知识库实现全流程实时数据与共享功能。能够展现全流程状态。能够依据核查与管控。 | （2）形成全院级多维度医疗知识库体系（包括症状、体征、检查、检验、诊断、治疗、药物合理使用等相关的医疗各阶段知识内容），能够提供高级别医疗决策支持。 （1）医疗质量与效率监控数据来自日常医疗信息系统，重点包括：院感、不良事件、手术等方面安全质量指标，医疗日常运行效率指标，并具有及时的报警、通知、通报体系，能够提供智能化感知与分析工具。 |
| 7 级 | 医疗安全质量管 | 全面利用医疗信息进行本部门医疗安全与质量控，区域医疗信管控。能够共享本医疗机构外的病人医疗信息共享，进行诊疗联动。 | （2）能够将病人病情、检查检验、治疗等信息与外部医疗机构进行双向交换。病人识别、信息安全等问题在信息交换中已解决。能够利用院内外医疗信息进行联动诊疗活动。 （3）病人可通过互联网查询自己的检查、检验结果，获得用药说明等信息。 |
| 8 级 | 健康信息整合，医疗安全质量持续提升 | 整合跨机构的医疗、健康记录、体征检测、随访信息用于本部门医疗活动。掌握区域内与本合型医疗服务。 | （1）全面整合医疗、公共卫生、健康监测等信息，完成部门相关的医疗质量信息，并用于本部门医疗安全与质量的持续改进。 （2）对比应用区域医疗质量指标，持续监测与管理本医疗机构的医疗安全与质量水平，不断进行改进。 |

资料来源：国家卫生健康委办公厅，浙商证券研究所

在电子病历系统应用水平分级评价的政策强力推动下，多数医院已完成了基本的电子病历建设。国家卫生健康委与国家中医药管理局发布的《公立医院高质量发展促进行动（2021-2025年）》中提出“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”。根据CHIMA的2021-2022年度中国医院信息化状况抽样调查，2021-2022年度已有83.77%的三级医院评级达到4级（含）以上级别，已有68.78%的非三级医院达到3级（含）以上级别。

图7：2021-2022年电子病历系统功能应用水平分级评价不同等级医院对比



资料来源：CHIMA，浙商证券研究所

电子病历评级需求依旧巨大：根据“十四五”规划，到2025年，全国要初步建设统一权威、互联互通的全民健康信息平台支撑保障体系，基本实现公立医疗卫生机构与全民健康信息平台联通全覆盖。而完成这一目标需要二级、三级医院基本实现院内医疗服务信息互通共享、核心信息全国互通共享，即对应二级、三级医院为满足要求其电子病历等级分别要达到4级、5级及以上水平。目前大量二级和二级以下医院电子病历水平还远远达不到实现目标所需要的等级要求，电子病历端需求巨大。

在公立医院高质量发展背景下，部分地区除完成国家规定目标外，已开启高等级电子病历建设。根据不完全梳理，海南、安徽、四川、湖南已经对部分医院提出了电子病历应用达到5级的要求，海南、安徽、四川、湖北、湖南、山东对二级公立医院或县级医院提出了电子病历应用达到4级的要求，高于《公立医院高质量发展促进行动（2021-2025年）》的目标。我们认为未来3-5年，各地医院在完成现有电子病历评级的基础上，将向更高的评级建设，有望为医疗信息化厂商带来更多订单。

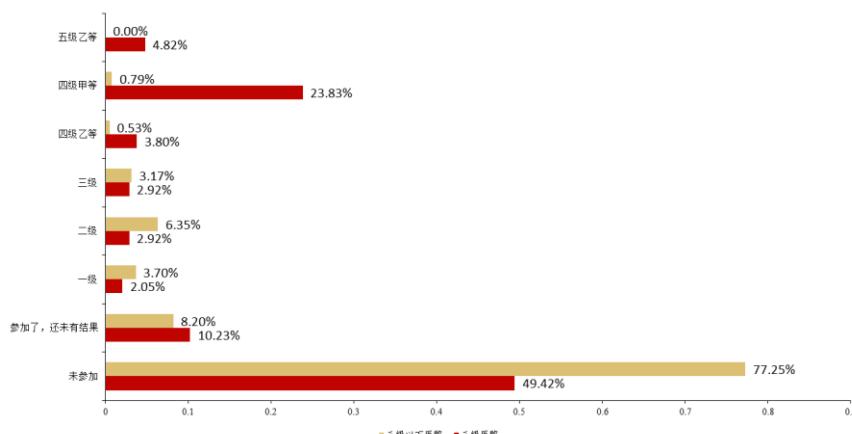
表3：各省电子病历相关政策梳理

| 省份 | 发文时间 | 名称 | 内容 |
|----|-------------|------------------------------------|--|
| 海南 | 2022年8月21日 | 海南省推动公立医院高质量发展实施方案 | 综合性(含中医)三级公立医院电子病历应用五级和互联互通标准化成熟度四甲水平通过率力争达到100%，综合性(含中医)二级公立医院电子病历应用四级和互联互通标准化成熟度三甲水平通过率力争达到100% |
| 安徽 | 2021年12月31日 | 安徽省推动公立医院高质量发展实施方案 | 2025年，三甲医院达到电子病历应用水平分级评价5级以上，二级以上医院达到4级以上；三级医院院内信息互联互通标准化成熟度测评达到四级甲等以上水平，二级医院达到四级乙等以上水平；三级医院智慧医院覆盖率达50%以上。 |
| 四川 | 2022年3月21日 | 四川省公立医院高质量发展促进行动(2022-2025年) | 到2022年，全省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，力争60%的三级公立医疗机构建成三星级及以上智慧医院、20%的二级公立医疗机构建成二星级及以上智慧医院，市级及以上综合医院电子病历系统应用水平分级评价达到5级以上水平，县级公立综合医院达到4级水平。 |
| 青海 | 2021年12月2日 | 青海省推动公立医院高质量发展实施方案 | 实现医联体内电子健康档案和电子病历共享、检查检验结果互认，提升医疗服务连续性到2025年，建成一批发挥示范引领作用的智慧医院，二级以上公立医院电子病历应用功能水平分级达到4级以上，预约诊疗比例占年门诊人次70%以上；公立医院处方、药品追溯、医保结算、工伤医疗康复费用结算、医疗服务监管等信息互联互通；电子病历、电子健康档案、医学影像资料等信息共享；加快推进检查检验结果互认。 |
| 湖北 | 2022年4月8日 | 关于推动公立医院高质量发展的若干措施 | 推进电子病历、智慧服务、智慧管理“三位一体”的智慧医院建设。到2025年，建成一批发挥示范引领作用的智慧医院，全省35%以上的三级公立医院信息互联互通标准化成熟度测评达到4级水平。 |
| 福建 | 2022年3月20日 | 福建省推动公立医院高质量发展实施方案 | 国家医学中心、国家区域医疗中心、省级区域医疗中心电子病历系统应用水平达到5级以上，地市级公立医院(城市公立医院)、县级公立医院电子病历系统应用水平达到4级及以上 |
| 湖南 | 2021年12月31日 | 湖南省推动公立医院高质量发展促进行动实施方案(2021-2025年) | 到2022年，全省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，二级以上公立医疗机构电子病历应用水平均达到四级(含)以上，建成一批发挥示范引领作用的智慧医院。 |
| 山东 | 2021年12月24日 | | |

资料来源：中国政府网，浙商证券研究所

医院信息互联互通参评率低，互联互通有望成为医院下一阶段信息化建设重要发力点。2020年7月卫健委统计信息中心印发《医院信息互联互通标准化成熟度测评方案(2020年版)》，推进医疗健康信息互联互通和共享协同。根据CHIMA的调查，目前在三级医院仍有49.42%未参评，三级以下医院77.25%未参评。通过四级乙等及以上的三级医院只占被调查三级医院的32.45%，二级医院只有1.32%。医院信息互联互通是支撑医疗资源共享、助力分级诊疗及医保改革的重要基础，我们认为未来医院信息互联互通有望得到更多重视，更多医院有望进行推动互联互通的信息化建设。

图8：2021-2022年医院互联互通标准化成熟度测评情况



资料来源：CHIMA，浙商证券研究所

2.3 公立医院高质量发展推动管理服务信息化建设

三级公立医院由规模扩张转向质量效益型发展，对医院管理与服务提出要求。2019年1月，国务院办公厅印发《关于加强三级公立医院绩效考核工作的意见》，通过加强和完善公立医院管理提高医疗服务质量和效率。通过绩效考核，推动三级公立医院在发展方式上由规模扩张型转向质量效益型，在管理模式上由粗放的行政化管理转向全方位的绩效管理，促进收入分配更科学、更公平，实现效率提高和质量提升，促进公立医院综合改革政策落地见效。

2019年9月颁布的《公立医院高质量发展促进行动（2021-2025年）》提出建设“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。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。

图9：“三位一体”智慧医院



资料来源：中国政府网，浙商证券研究所

医院智慧服务与智慧管理分级评估相继出台，用于指导医院智慧服务和智慧管理建设。2019年3月，卫健委办公厅发布《医院智慧服务分级评估标准体系（试行）》，2021年3月，卫健委办公厅印发《医院智慧管理分级评估标准体系（试行）》，并指定机构开展评估工作。我们认为继电子病历评级之后，智慧服务与智慧管理的评估将催生更多医院信息化建设需求。

3 一体化产品 Hi-HIS 朝敏捷交付迈进

3.1 HIS 系统建设朝一体化发展

医院核心业务软件架构换代，由 CS 向 BS 发展。直到 2021 年时，相当一部分医院的主营业务 HIS 系统，依然是由 PB 或者 Delphi 语言开发的 CS 架构软件。CS 软件存在很多问题，客户端计算机需要安装 C 端软件，运维工作量大。目前，已有很多医院采用 BS 系统软件，并且使用效果好。在未来数年，BS 架构软件有望占据主导地位。微信公众号、小程序、手机 APP 因其便捷性和大量的手机用户，势必会催生出大量的医疗移动应用和互联网智慧医疗应用。上世纪九十年代 PB 程序开发的以财务结算功能为主的 CS 架构 HIS 系统软件，已经难以满足行业变化的需求。

医疗集团一体化信息系统建设需求兴起：在分级诊疗、医联体/医共体建设的大背景下，县域医共体和城市医疗集团逐渐兴起。在大医院与中小医院进行信息互通、资源共享的需求背景下，医院集团之间的一体化信息建设需求提升。

对于过往以医院为核心进行信息化建设的医疗集团而言，随着集团规模逐步扩大，原有信息化系统面临“架构缺支撑、数据难治理、应用难整合，集团难整合”等严峻挑战。于是一体化需求应运而生。通过实现一体化，有助于提供统一的医疗服务，以及推动原有组织架构体系变革。

图 10：医疗集团一体化建设



资料来源：创业慧康公众号，浙商证券研究所

3.2 打造 Hi-HIS 助力医疗集团一体化

Hi-HIS 为大型医院的信息化建设提供了新一代的解决方案：公司基于“慧康云战略”，发布了新一代的基于微服务架构的医疗信息系统（Hi-HIS）。Hi-HIS 是面向大型医疗机构（集团）管理信息系统。专门为大型医院的信息化建设提供了新一代的解决方案。产品以智慧医院、医健卫一体化、生态应用平台、深度融合智能 AI 为主题，注重全流程、多组织架构、流程调整、业务整合与协同、决策预警、战略管控，实现医院内部业务一体，外部医卫健一体以及支持集团医院管理的上下一体。

Hi-HIS 实现平台化产品模式：Hi-HIS 系统在设计时，建立了统一数据模型，强调领域设计，实现业务可配置化，进而达到分层设计、分层开发、分层实施与交付的平台化产品模式，是方便、安全、高效、智慧一体化的新一代医疗卫生健康信息管理系统。

图11: Hi-HIS 系统优势总结



资料来源：创业慧康公众号，浙商证券研究所

创业慧康以恩泽医疗集团及其他成功经验为积累，已形成了一整套系统化、可复制的 Hi-HIS 客户化开发、高效部署机制，推动 Hi-HIS 工程服务工作朝着敏捷交付的方向迈进。

浙江省台州恩泽医疗中心（集团）是一家集医疗、急救、科研、教学、预防为一体的区域综合性公立医疗集团，下辖浙江省台州医院本部（三级甲等）、台州医院东院区、恩泽医院（台州医院路桥院区）、台州市康复医院（三级）、三家直属公司及九个专科部。

创业慧康根据医院当下的需求和智慧医院发展的前瞻规划，在核心系统基础上进行二次开发，助力恩泽打造“一张网、一朵云、一个中心”新模式。目前，已完成 Hi-HIS 在台州恩泽“四院五区”的全面上线。在全新一代 Hi-HIS 系统的助力下，浙江省台州医院顺利通过电子病历系统应用水平六级、互联互通成熟度评价五乙。

图12: “一个恩泽”智慧健康云生态圈



资料来源：创业慧康公众号，浙商证券研究所

Hi-HIS 产品实现快速推广与交付。2023年上半年，Hi-HIS 已累积签订 22 个项目，订单总金额约为 3.46 亿，完成 5 个项目的交付。近期，全国数十个 Hi-HIS 项目陆续进入交付周期，工程实施工作有条不紊。

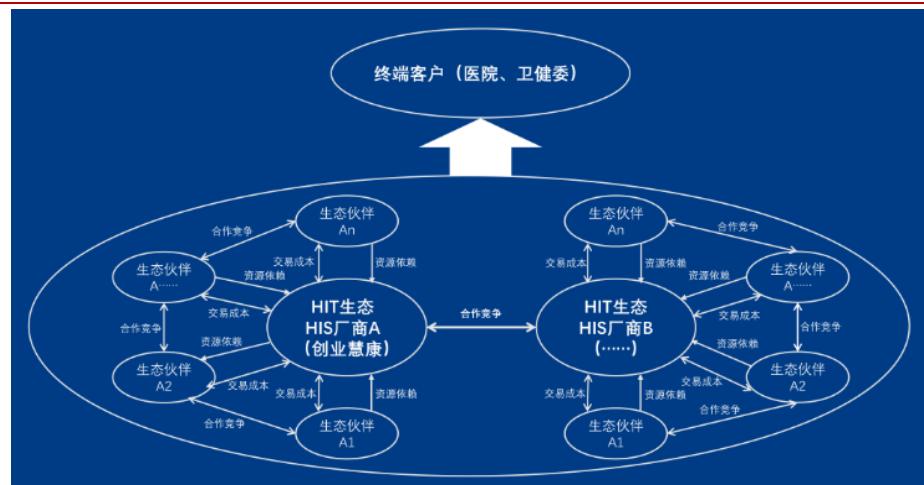
4 推动生态建设，与飞利浦打造融合解决方案

4.1 生态互融打造整体解决方案

与飞利浦的合作，是公司“生态互融战略”中的重要一环。未来 HIS 厂商的竞争必然从单一 HIS 产品的竞争变成整体解决方案的竞争，即生态的竞争。为了更好地打造整体解决方案，助力智慧医院建设，公司形成了系统的规范化流程推动生态合作建设。

目前，公司与创联网捷在 CDSS 上进行合作，与百度智慧医疗就 VTE 智能防治系统、AI 诊前助手等产品探索合适的合作；与飞利浦在 Ctasy 等一系列产品进行合作；在医院综合运营管理解决方案（HRP）方面，创业慧康将与展华科技开展深度合作，为医院智慧管理评级保驾护航。

图13：创业慧康生态互融战略



资料来源：创业慧康公众号，浙商证券研究所

图14：医疗卫生信息化生态体系



资料来源：创业慧康公众号，浙商证券研究所

公司通过与飞利浦进行合作，有望在业务与客户方面实现优势互补。2022年公司引入飞利浦作为战略投资者，持股10.01%，并于同年签署合作协议，在飞利浦Tasy电子病历的基础上开发出适合中国的本土电子病历系统CTasy。

2023年公司与飞利浦合作范围扩大，有利于公司业务与客户拓展。起初约定飞利浦将从其现有客户中挑选部分医院客户作为独家销售名单，为了适应市场形势，2023年公司组建了行业资深销售及产品团队用于未来市场拓展。此外，公司与飞利浦的合作范围进一步扩大，从电子病历系统拓展至软硬件结合的融合解决方案。飞利浦拥有者大量的优质客户，我们认为公司销售人员参与到CTasy的市场拓展，有望为公司带来更大市场机会。而与飞利浦更多产品的合作，有助于实现更大的协同优势。

4.2 CTasy产品带来差异化竞争优势

飞利浦是全球领先的医疗健康IT公司。飞利浦的电子病历产品Tasy获得了“2022 Best in KLAS for Acute EMR（拉丁美洲）”奖，目前Tasy已在1500多家国际客户中使用，并帮助13家医院通过HIMSS 6评级，4家医院通过HIMSS 7评级。

Tasy一体化理念彰显创新性。与传统HIS、ERM、集成平台三件套不同，Tasy实现了三个一体化。功能一体化包括患者管理、一组处理、病例记录、护理文书以及其他一些核心功能；数据一体化通过统一的医疗数据中心来实现数据的高度完整性，对外提供服务；体验一体化方面，Tasy具备直观、统一、友好的用户界面，实现了用户体验的一体化。一体化的平台降低了后续运维的成本，降低了医疗机构信息化认证的难度，也提供了后续业务扩展的关键支撑。

Tasy具备高度可配置与灵活性，可降低交付成本、缩短交付时间。医疗机构可使用系统的34000多个参数，根据自己临床和非临床的工作流程和规则对系统350个模块进行配置，支持不同级别、不同规模的医院使用同一系统。这种高度的可配置性和灵活性可以确保在为医院提供定制产品的同时保障稳定的质量，降低交付的成本，缩短交付的时间，使产品在市场上更具有竞争力。

Tasy系统还具有广泛的业务覆盖和功能模块，除了提供患者服务，还为医疗机构提供财务、运营、供应和后勤方面的支持。

图15：Tasy的先进性



资料来源：创业慧康发布会，浙商证券研究所

Tasy 专业功能丰富，与飞利浦优势业务协同。在心血管肿瘤、危重症等飞利浦常规优势领域有良好业务支撑，PACS 系统具有丰富的基于 AI 的临床决策支持工具，通过 NLP、自然语言处理等 AI 技术，能够自动地抓取和分析患者的临床数据、生命体征等，并提供可操作的建议。其内置的预测算法可以更早地发现患者病情的恶化。这些已经在败血症、新生儿监测等领域得到了高效的应用。

图 16: Tasy 产品的专业性



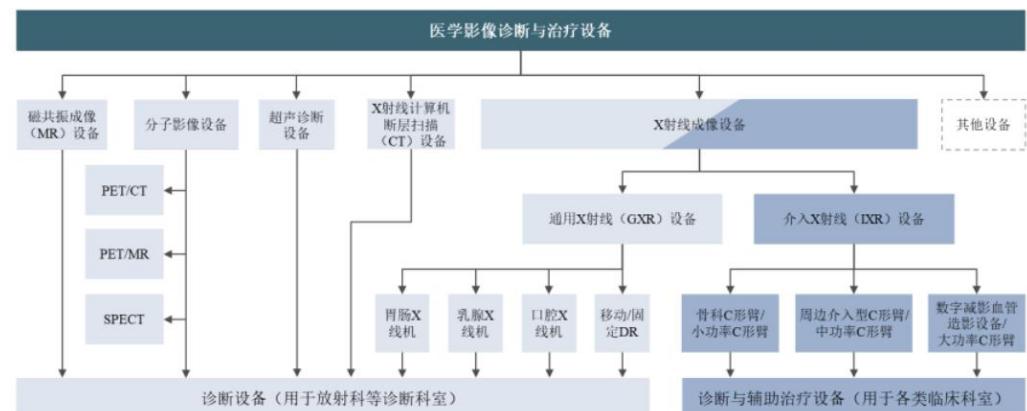
资料来源：创业慧康发布会，浙商证券研究所

公司推动 CTasy 完成本土化改造：公司将实现一系列中国特色的功能，包括中医药、医保端、互联网+、区域协同（分级诊疗、医共体、医联体）。同时在软件操作方面针对本土习惯调整。此外，为顺应日益重要的信创要求，同步完成对国产操作系统、数据库、中间件、国产芯片等的全面支持。我们认为，飞利浦与公司的合作有望实现强强联合、优势互补。

4.3 飞利浦设备领先、客户优质，有望为合作带来协同优势

飞利浦在医学影像与放疗设备具备领先优势，市场占有率位居前列。医学影像设备是指为实现诊断或治疗引导的目的，通过对人体施加包括可见光、X射线、超声、强磁场等各种物理信号，记录人体反馈的信号强度分布，形成图像并使得医生可以从中判读人体结构、病变信息的技术手段的设备，是医疗器械行业中技术壁垒最高的细分市场之一。

图17：医学影像诊断与治疗设备概览



资料来源：联影医疗招股书，浙商证券研究所

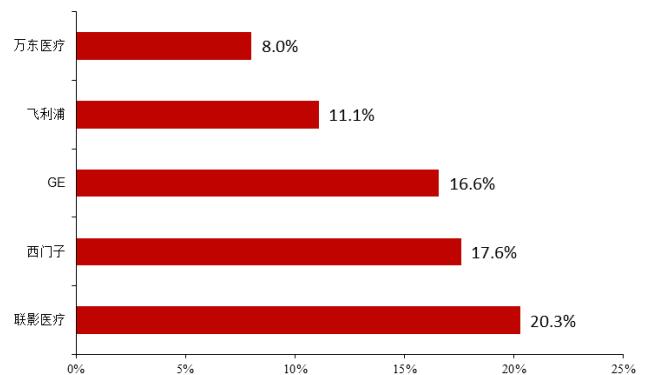
凭借先进的高端医学影像设备，飞利浦积累优质客户渠道资源：根据联影医疗招股书说明书，我国高端医学影像设备市场过去一直被GE医疗、西门子医疗和飞利浦医疗等外资企业垄断，在高端PET/CT、MR和CT等产品市场，进口品牌曾占据90%以上的市场份额。经过十余年国产医学影像设备技术的发展，国产品牌的进口替代趋势愈发明显，进口品牌的市场份额呈现下降趋势，但是进口厂家凭借其过去多年积累的品牌优势、渠道优势和技术优势，仍然处于市场领先地位。

图18：医学影像设备各公司产品线（来自2022年联影医疗招股书）

| 设备种类 | 联影医疗 | GE医疗 | 西门子医疗 | 飞利浦医疗 | 医科达 | 万东医疗 | 东软医疗 |
|-------------|------|------|-------|-------|-----|------|------|
| MR产品 | | | | | | | |
| 3.0T及以上 | ▲ | ▲ | ▲ | ▲ | | | |
| 1.5T及以下 | ▲ | ▲ | ▲ | ▲ | | ▲ | ▲ |
| CT产品 | | | | | | | |
| 320排/640层 | ▲ | | | | | | |
| 256排/512层 | | ▲ | ▲ | | | | ▲ |
| 128排及以下 | ▲ | ▲ | ▲ | ▲ | | ▲ | ▲ |
| XR产品 | | | | | | | |
| Mammo | ▲ | ▲ | ▲ | | | ▲ | ▲ |
| 常规/移动DR | ▲ | ▲ | ▲ | ▲ | | ▲ | ▲ |
| 中小C | ▲ | ▲ | ▲ | ▲ | | ▲ | ▲ |
| 大C (DSA) | | ▲ | ▲ | ▲ | | ▲ | ▲ |

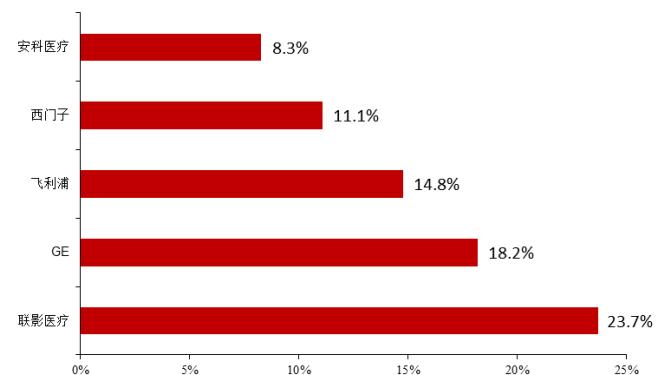
资料来源：联影医疗招股书，灼识咨询，浙商证券研究所

图19：中国2020年MR新增设备市占率



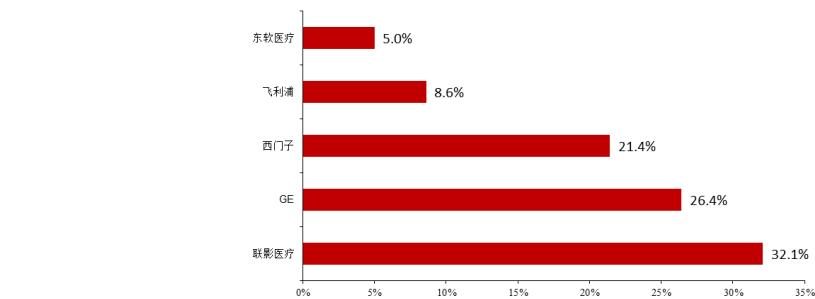
资料来源：联影医疗招股书，灼识咨询，浙商证券研究所

图20：中国2020年CT新增设备市占率



资料来源：联影医疗招股书，灼识咨询，浙商证券研究所

图21：中国2020年PET/CT新增设备市占率



资料来源：联影医疗招股书，灼识咨询，浙商证券研究所

飞利浦在临床检测设备以及临床信息学方面具备显著优势，双方合作的前景广阔。医疗检测设备作为患者数据的采集端口，是医疗信息化中至关重要的环节。目前创业慧康与飞利浦基本完成双方软硬件结合的融合解决方案的整体策略。未来，创业慧康的医疗信息化产品配合飞利浦的 SmartICU、百万像素影像链的“双百 CT”，1024 高清靶扫等技术，将拥有更强的医院整体方案解决能力和市场竞争力。

我们认为伴随着双方合作的深入，双方有望在销售协同和解决方案的构建上实现互惠互利、优势互补，从而为创业慧康带来更大的成长空间。

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

营收预测：若将医疗信息化行业分为医院端和公共卫生端。根据 2014 年公司公告，公司医院端收入占医疗行业整体收入的 62%，我们认为当前医院端收入依然大于公卫端收入，我们认为 2023 年医院端收入和公卫端收入比例大体维持在 6: 4。

医院端订单复苏，叠加交付周期加快，未来随着 Hi-HIS 和 CTasy 等市场领先产品加速推广，有望为公司带来新的客户市场及差异化产品竞争优势。我们预计由于收入交付周期加速，加之去年 Q4 基数较低，而今年 Q3 开始收入已经恢复，我们认为 2023 年下半年开始收入有望实现快速增长。我们预计 2024 年后，伴随着市场开拓进入成熟阶段，医院端产品有望保持 20%以上增长。

公共卫生端，财政资金配套目前还存在一定程度的不确定性。但是公共卫生信息化以及区域互联互通建设是未来重要方向。我们预计 2024 年之后公共卫生信息化增速慢于医院信息化，但是高于 10%。

综合医院与公共卫生、预计 2023-2025 年医疗行业信息化营业收入为 15.62、20.14、26.44 亿元，同比分别增长+14.73%、+28.94%、+31.27%。

预计其他业务稳健增长。预计 2023 年开始下半年其他业务有所恢复，由于上半年同比增速下降严重，因此我们预计 2023 年呈现负增长。2023-2025 年收入分别为 1.46、1.56、1.64 亿元，增速为-12.12%、+7.29%、+5.00%。

综上我们预测 2023-2025 年总营收分别为 17.08、21.70、28.08 亿元，同比分别增长+11.82%、+27.10%、+29.38%

表4：营业收入预测

| 营业收入 (百万元) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 医疗行业信息化合计 | 832 | 1170 | 1364 | 1696 | 1362 | 1562 | 2014 | 2644 |
| 增长率 | 38.49% | 40.68% | 16.60% | 24.35% | -19.73% | 14.73% | 28.94% | 31.27% |
| 其他 | 459 | 310 | 269 | 203 | 166 | 146 | 156 | 164 |
| 增长率 | 521.12% | -32.42% | -13.27% | -24.56% | -18.37% | -12.12% | 7.29% | 5.00% |
| 营收 | 1290 | 1480 | 1633 | 1899 | 1527 | 1708 | 2170 | 2808 |
| 增长率 | 11.91% | 14.69% | 10.34% | 16.30% | -19.58% | 11.82% | 27.10% | 29.38% |

资料来源：Wind，浙商证券研究所

毛利率预测：随着医卫信息化产品迭代和业务复苏，以及新一代产品 Hi-HIS 有望实现敏捷交付，缩短项目时间有望降低成本，我们预测毛利率有望恢复到 2021 年水平。预计 2023-2025 年医疗信息化毛利率为 54.43%、55.62%、56.47%，其他毛利率 2023-2025 年为 39.61%、35.00%、35.00%。综合下来，整体毛利率为 53.16%、54.14%、55.22%。

表5：毛利率预测

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 医疗行业信息化 | 54.09% | 55.73% | 57.84% | 55.60% | 50.74% | 54.43% | 55.62% | 56.47% |
| 其他 | 41.90% | 44.83% | 43.10% | 42.71% | 38.28% | 39.61% | 35.00% | 35.00% |
| 综合毛利率 | 49.75% | 53.45% | 55.42% | 54.22% | 49.39% | 53.16% | 54.14% | 55.22% |

资料来源：Wind，浙商证券研究所

费用率预测：考虑到公司组建了销售团队参与到与飞利浦合作的 CTasy 产品当中，我们预计公司将保持一定的销售投入。2023-2025 年预计销售费用率为 8.30%、8.00%、7.00%。

与飞利浦合作向其支付的许可费计入管理费用，我们预测管理费用规模将小幅增加，但由于公司良好的费用管理能力，管理费用率会呈现逐步下降趋势。我们预测 2023-2025 年管理费用率分别为 13.80%、11.00%、9.70%。

公司持续投入研发，不断迭代研发慧康云和 CTasy 等产品，我们认为公司研发费用规模将增加。我们预测 2023-2025 年研发费用率分别为 14.50%、13.00% 和 14.00%。

表6：费用率预测

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售费用率 | 9.26% | 10.16% | 10.06% | 8.06% | 7.64% | 8.30% | 8.00% | 7.00% |
| 管理费用率 | 11.76% | 11.51% | 10.69% | 9.87% | 12.38% | 13.80% | 11.00% | 9.70% |
| 研发费用率 | 10.06% | 9.33% | 10.85% | 11.08% | 14.26% | 14.50% | 13.00% | 14.00% |

资料来源：Wind，浙商证券研究所

5.2 投资建议与估值

估值方面，使用市盈率对公司进行估值。以行业相关性为标准，选取了医疗信息化、医保信息化、公共卫生信息化相关的产业核心标的作为对比对象，可比公司选择了：卫宁健康、嘉和美康、久远银海和万达信息，得到 2024 年行业平均 PE 为 34.08 倍。

参考可比公司，考虑到公司产品进入更新周期，新技术导致交付速度加快，以及与飞利浦的战略合作范围扩大、更加深入，同时伴随着电子病历为代表的医院信息化建设进入高水平阶段，对技术的要求提升，未来公司凭借新一代产品有望受益于行业集中度提升实现强者恒强。我们给予公司 2024 年行业平均 34.08 倍 PE，预测 2024 年 EPS 为 0.26 元，目标价为 8.97 元，上涨空间 21.91%，维持“买入”评级。

表7：公司估值对比（总市值按照 2023.11.03 收盘价计算，可比公司盈利预测来自 2023.10.28 wind 一致预期）

| | | 总市值（亿元） | 归母净利润（亿元） | | | | | PE | | |
|-----------|------|---------|-----------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|
| | | | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 300253.SZ | 卫宁健康 | 161.72 | 1.08 | 3.86 | 5.50 | 7.40 | 149.14 | 41.93 | 29.42 | 21.87 |
| 688246.SH | 嘉和美康 | 44.88 | 0.68 | 1.05 | 1.52 | 2.14 | 65.97 | 42.77 | 29.49 | 20.93 |
| 002777.SZ | 久远银海 | 97.24 | 1.84 | 2.48 | 3.17 | 3.86 | 52.80 | 39.17 | 30.70 | 25.21 |
| 300168.SZ | 万达信息 | 130.46 | -2.90 | 0.75 | 2.79 | 4.54 | -45.00 | 173.14 | 46.72 | 28.76 |
| | | | | | | | 平均值 | 74.25 | 34.08 | 24.19 |
| 300451.SZ | 创业慧康 | 114.02 | 0.43 | 1.91 | 4.08 | 6.42 | 267.40 | 59.59 | 27.96 | 17.77 |

资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：创业慧康使用本报告预测值

6 风险提示

项目交付延后风险：如果产品交付延后，则项目无法在当年确认收入，而项目所产生的固定费用计入到成本中，因此如果项目在当年无法及时交付，会导致当年的收入与利润不及预期。

核心竞争力降低风险：当前软件产品技术不断更新迭代，产品和技术的创新是一个持续而繁杂的长期工程，期间涉及非常多的不确定因素，如不能准确引领每一次行业技术革新、顺应市场需求，出现关键技术开发决策失误，可能公司导致失去技术和市场领先优势，面临核心竞争力降低风险。

市场竞争加剧风险：近年来医疗卫生体制改革持续深入推进，医疗卫生信息化领域市场空间稳步扩大，大量新的市场竞争者被吸引进入这一领域，市场竞争加剧；上市公司凭借资本市场优势，通过业务重组和企业并购等方式在医疗卫生信息化领域展开激烈竞争。公司面临市场竞争加剧风险。

CTasy 客户拓展不及预期：尽管飞利浦有较好的客户基础，并且研发的系统会和目前客户已经采购的硬件形成比较好的协同，但仍不排除飞利浦的中国客户对于 CTasy 的购买率没有达到预期的可能，即公司新拓展客户不及预期风险。

与飞利浦合作风险：尽管当前与飞利浦的合作呈现加深趋势，但是不排除合作中出现分歧或者双方由于管理层经验思路改变或者外部环境变化导致合作受到影响的风险。

医疗信息化政策推进不及预期：尽管国家始终在不断拓展落地政策并不断纵深出台医疗信息化细分领域的考核和技术应用等政策，但是仍可能出现医疗信息化产业政策推进不及预期，各地卫健委、医保局和医院落地政策进度不一致等情况，使得行业整体增速不及预期，使得公司所在市场空间不及预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

| (百万元) | 利润表 | | | | (百万元) | 利润表 | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 3,313 | 3,444 | 4,066 | 4,817 | 营业收入 | 1,527 | 1,708 | 2,170 | 2,808 |
| 现金 | 1,478 | 1,246 | 1,699 | 2,451 | 营业成本 | 773 | 800 | 995 | 1,257 |
| 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业税金及附加 | 13 | 16 | 20 | 25 |
| 应收账款 | 1,391 | 1,685 | 1,782 | 1,743 | 营业费用 | 117 | 142 | 174 | 197 |
| 其它应收款 | 44 | 47 | 60 | 78 | 管理费用 | 189 | 236 | 239 | 272 |
| 预付账款 | 20 | 21 | 26 | 33 | 研发费用 | 218 | 248 | 282 | 393 |
| 存货 | 263 | 291 | 324 | 314 | 财务费用 | (20) | (18) | (15) | (21) |
| 其他 | 117 | 154 | 174 | 197 | 资产减值损失 | (92) | (20) | (15) | 0 |
| 非流动资产 | 2,471 | 2,684 | 2,664 | 2,679 | 公允价值变动损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 金融资产类 | 138 | 140 | 141 | 141 | 投资净收益 | (15) | 17 | 11 | 8 |
| 长期投资 | 209 | 229 | 249 | 259 | 其他经营收益 | 37 | 34 | 43 | 56 |
| 固定资产 | 281 | 324 | 338 | 363 | 营业利润 | 53 | 198 | 455 | 720 |
| 无形资产 | 600 | 740 | 775 | 810 | 营业外收支 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 170 | 119 | 83 | 58 | 利润总额 | 55 | 198 | 455 | 720 |
| 其他 | 1,073 | 1,132 | 1,079 | 1,048 | 所得税 | 14 | 6 | 46 | 72 |
| 资产总计 | 5,784 | 6,128 | 6,731 | 7,496 | 净利润 | 41 | 192 | 410 | 648 |
| 流动负债 | 1,174 | 1,323 | 1,515 | 1,632 | 少数股东损益 | (1) | 0 | 2 | 6 |
| 短期借款 | 100 | 100 | 100 | 100 | 归属母公司净利润 | 43 | 191 | 408 | 642 |
| 应付款项 | 649 | 735 | 873 | 876 | EBITDA | 228 | 259 | 523 | 783 |
| 预收账款 | 0 | 8 | 11 | 9 | EPS (最新摊薄) | 0.03 | 0.12 | 0.26 | 0.41 |
| 其他 | 424 | 479 | 531 | 647 | | | | | |
| 非流动负债 | 8 | 9 | 9 | 9 | | | | | |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 其他 | 8 | 9 | 9 | 9 | | | | | |
| 负债合计 | 1,182 | 1,332 | 1,524 | 1,641 | 主要财务比率 | | | | |
| 少数股东权益 | 8 | 8 | 11 | 17 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 归属母公司股东权 | 4,594 | 4,788 | 5,196 | 5,838 | 成长能力 | | | | |
| 负债和股东权益 | 5,784 | 6,128 | 6,731 | 7,496 | 营业收入 | -19.58% | 11.82% | 27.10% | 29.38% |
| | | | | | 营业利润 | -88.30% | 273.35% | 130.45% | 58.24% |
| | | | | | 归属母公司净利润 | -89.68% | 348.75% | 113.12% | 57.38% |

现金流量表

| (百万元) | 主要财务比率 | | | | ROE | 主要财务比率 | | | |
|----------------|--------|-------|-------|-------|------------------|--------|--------|--------|--------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 145 | 29 | 509 | 845 | ROE | 0.93% | 4.00% | 7.85% | 10.99% |
| 净利润 | 41 | 192 | 410 | 648 | ROIC | 2.10% | 3.55% | 7.47% | 10.55% |
| 折旧摊销 | 95 | 79 | 82 | 84 | 偿债能力 | | | | |
| 财务费用 | 3 | 4 | 4 | 4 | 资产负债率 | 20.43% | 21.73% | 22.65% | 21.89% |
| 投资损失 | 14 | (17) | (11) | (8) | 净负债比率 | 25.68% | 27.76% | 29.28% | 28.03% |
| 营运资金变动 | (205) | (352) | (51) | 88 | 流动比率 | 2.82 | 2.60 | 2.68 | 2.95 |
| 其它 | 196 | 123 | 74 | 29 | 速动比率 | 2.48 | 2.25 | 2.34 | 2.62 |
| 投资活动现金流 | (299) | (257) | (51) | (90) | 营运能力 | | | | |
| 资本支出 | (310) | (245) | (44) | (89) | 总资产周转率 | 0.27 | 0.29 | 0.34 | 0.39 |
| 长期投资 | 32 | (20) | (19) | (10) | 应收账款周转率 | 1.16 | 1.11 | 1.25 | 1.60 |
| 其他 | (21) | 7 | 12 | 9 | 应付账款周转率 | 1.37 | 1.16 | 1.24 | 1.44 |
| 筹资活动现金流 | 18 | (3) | (4) | (4) | 每股指标(元) | | | | |
| 短期借款 | 100 | 0 | 0 | 0 | 每股收益 | 0.03 | 0.12 | 0.26 | 0.41 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股经营现金 | 0.09 | 0.02 | 0.33 | 0.55 |
| 其他 | (82) | (3) | (4) | (4) | 每股净资产 | 2.97 | 3.09 | 3.35 | 3.77 |
| 现金净增加额 | (136) | (232) | 453 | 752 | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 267.40 | 59.59 | 27.96 | 17.77 |
| | | | | | P/B | 2.48 | 2.38 | 2.19 | 1.95 |
| | | | | | EV/EBITDA | 47.77 | 39.69 | 18.74 | 11.56 |

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2.增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3.中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4.减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2.中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3.看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>