



创业慧康 (300451.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

“以评促建”需求刚性，产品拓展贡献增量

投资逻辑：

公司是我国医疗 IT 行业龙头，业务涵盖智慧医疗、智慧卫生、医保、养老等多个场景。22 年及 23 年 Q1 受到疫情防控影响，公司项目交付验收有所推迟；23 年 Q2 起，行业下游需求回暖叠加公司新一代云化产品逐步成熟交付，Q2、Q3 营收分别同比增长 12.1%、26.3%，呈现逐季回暖趋势。公司 23 年前三季度实现营收 11.6 亿元，同比增长 1.6%，实现归母净利润 0.9 亿元，同比下降 45.2%。

目前医院信息化有两条建设主线：1) 以“电子病历”和“互联互通”评级为代表的医院“以评促建”考核体系；2) 医保改革背景下，医院管理向精细化转型引致的 HIS 系统迭代需求。

- 面向“以评促建”主线，我们认为在国家既有目标基础上，各医院向更高等级建设动能充足，根据我们的测算，相关市场空间约千亿元。公司累计帮助 33 家医院通过电子病历五级、37 家医院通过互联互通五乙级测评，项目通过数量处于行业前列。

22 年 5 月飞利浦斥资 12.2 亿元成为第二大股东，持股比例为 10.0%。公司将基于飞利浦海外成熟产品 Tasy 电子病历进行本土化开发，预计不晚于 24 年 1 月正式发布。飞利浦为我国医疗器械领域头部厂商，合作有望为公司带来更多增量客户。

- 面向医保改革背景下的 HIS 系统迭代需求，公司于 2022 年推出基于微服务架构的新一代医疗信息系统 Hi-HIS，新产品在响应速度、院内信息互通、快速部署等领域性能提升明显。截至 23 年上半年，Hi-HIS 已累计签订 22 个项目，订单总额约 3.46 亿元。目前全国数十个 Hi-HIS 项目进入交付周期，随各地交付团队打磨成熟，订单数量及交付效率均有望提升。

公司积极推动 AI、信创以及行业生态建设，市场份额有望进一步提升。公司合作浙大推出慧康-启真大模型，基于 GPT 算法的临床决策支持系统、就医助手等已在试点运行；慧康云架构新产品全面支持信创，已获适配证书 250 余份；生态合作方面，公司合作多家细分领域厂商，可为医院提供整体解决方案。

盈利预测：

我们预计 2023-2025 年公司实现营业收入 16.9/21.7/28.1 亿元，同比增长 10.9%/28.0%/29.7%；实现归母净利润 2.2/3.9/6.0 亿元，同比增长 406.1%/79.2%/54.2%（22 年营收同比下降、计提信用减值准备及资产减值准备 2.1 亿元，归母净利润基数较低），对应 EPS 为 0.14/0.25/0.39 元。我们采用市盈率法进行估值，选取 4 家医疗 IT 可比公司，给予公司 2024 年 40 倍 PE 估值，目标价 9.99 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

医疗信息化政策推进不及预期的风险；医药反腐对招标产生的不确定性影响；与飞利浦协同不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；大股东质押风险；应收账款和存货偏高的风险。

计算机组

分析师：孟灿 (执业 S1130522050001)

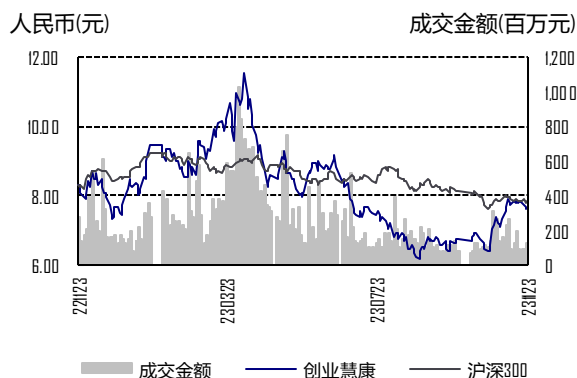
mengcan@gjzq.com.cn

联系人：赵彤

zhaotong3@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：7.65 元

目标价 (人民币)：9.99 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,899	1,527	1,694	2,169	2,813
营业收入增长率	16.30%	-19.58%	10.93%	28.03%	29.72%
归母净利润(百万元)	413	43	216	387	596
归母净利润增长率	24.28%	-89.68%	406.05%	79.24%	54.17%
摊薄每股收益(元)	0.267	0.028	0.139	0.250	0.385
每股经营性现金流净额	0.11	0.09	-0.03	0.33	0.22
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.05%	0.93%	4.53%	7.62%	10.66%
P/E	41.95	287.43	54.92	30.64	19.88
P/B	3.80	2.67	2.49	2.34	2.12

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1. 医疗 IT 龙头企业，业绩回暖趋势明显.....	4
1.1 深耕医疗 IT 领域，业务布局持续拓展	4
1.2 营收逐季回暖，控费有所优化.....	5
2. 以评促建带来千亿空间，新产品贡献收入增量.....	6
2.1. 医院评级需求刚性，公司建设经验丰富	7
2.2 携手飞利浦打造 CTasy 产品，客户范围持续拓展	9
2.3 医院管理精细化转型，Hi-HIS 订单有望放量	10
3. 积极探索 AI 应用场景，持续布局信创及生态建设.....	12
4. 盈利预测与投资建议.....	13
5. 风险提示.....	15

图表目录

图表 1： 公司发展历程可划分为四个阶段.....	4
图表 2： 公司拥有四大事业群.....	5
图表 3： 软件销售业务占营收比重呈上升态势.....	5
图表 4： 公司营收体量处于行业前列（亿元）	6
图表 5： 公司毛利率处于同业较高水平.....	6
图表 6： 公司销售费用率呈下降趋势.....	6
图表 7： 2019-2021 年公司归母净利率保持在 20%以上	6
图表 8： 双主线带来医院信息化建设增量需求.....	7
图表 9： 现阶段“以评促建”主要考核项目.....	7
图表 10： 评级实施后，电子病历建设水平提升明显.....	8
图表 11： 二、三级医院电子病历评级较目标仍有差距.....	8
图表 12： 部分地区对电子病历及互联互通建设提出更高要求.....	8
图表 13： 约 32.5%的三级医院互联互通评级四级以上.....	9
图表 14： 基于 Tasy 软件进行本土化、合规和信创改造.....	9
图表 15： 飞利浦在多个医疗器械领域市场份额领先、客户资源丰富.....	10
图表 16： 2022 年社会支出占我国卫生总费用比重达 44.8%.....	10
图表 17： 我国基础医保覆盖率已超过 95%	11
图表 18： 城镇职工医保中退休参保人员占比呈上升态势.....	11
图表 19： Hi-HIS 系统已在台州恩泽“四院五区”全面上线	11
图表 20： 公司与浙大合作推出慧康-启真大模型	12
图表 21： 公司将大模型能力融入电子病历和就医助手场景.....	12



图表 22: 公司持续推进生态互融方案.....	13
图表 23: 盈利预测核心假设.....	14
图表 24: 可比公司估值比较 (市盈率法)	15



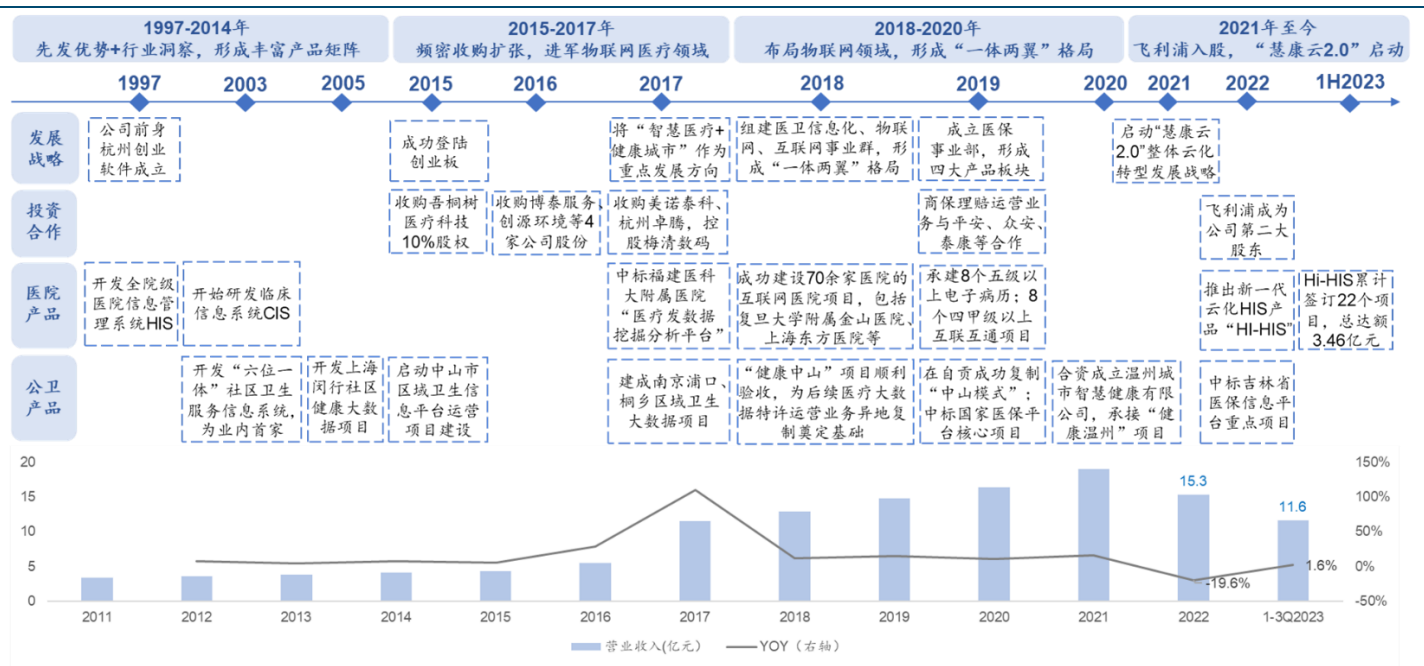
1. 医疗 IT 龙头企业，业绩回暖趋势明显

1.1 深耕医疗 IT 领域，业务布局持续拓展

创业慧康成立于 1997 年，是国内医疗 IT 行业龙头。目前公司拥有医疗卫生产品 300 余个，涵盖智慧医疗、智慧卫生、医保、健康、养老等服务场景，全国行业用户数量超 7,000 家，公共卫生项目遍及全国 370 多个区县。

创业慧康的发展历程可根据战略布局情况划分为四个阶段：

图表1：公司发展历程可划分为四个阶段



来源：iFind，公司年报，公司官网，公司公众号，国金证券研究所

- 1997-2014 年，凭借先发优势+行业洞察，公司形成丰富医疗信息化产品矩阵。**公司成立于 1997 年，成立之初即致力于开发全院级医院管理信息系统 HIS，2003 年起开始进行临床信息系统 CIS 的研发，并在医院场景中相继推出电子病历（EMR）、医学影像系统（PACS）、放射科信息系统（RIS）、检验系统（LIS）、体检系统等临床信息化产品。在公卫场景中，公司于 2003 年率先开发“六位一体”社区卫生服务信息系统；2005 年承接上海市闵行区社区卫生信息化项目，负责建设个人健康档案，后公司将“闵行模式”成功复制到全国 30 余个城市。至 2014 年底，公司客户覆盖 150 家三甲医院，为 188 家县级以上卫生局提供服务。
- 2015-2017 年，公司通过频密收购扩充业务规模，成功切入互联网医疗领域。**公司先后投资医疗信息化公司中拓信息、吾桐树科技、美诺泰科等；2017 年公司并表金融 IT 运维公司博泰服务，为银医互通、聚合支付等业务提供技术协同。在公卫业务领域，公司于 2015 年启动中山市区域卫生信息平台运维项目建设，为国内首个 PPP 模式的医疗卫生信息化项目，“中山模式”为后续区域医疗信息化提供了建设模板。此阶段公司利用实时大数据分析、人工智能挖掘分析等技术，与华为、网易、荣之联、浙江大学等达成合作，在互联网医疗、城市级智慧医疗、健康大数据产品等领域积极布局。
- 2018-2020 年，公司布局医疗物联网领域，整合产品线形成四大业务板块。**公司于 2018 年组建医卫信息化、医卫互联网、医卫物联网三大事业群，2019 年中标国家医保局信息平台项目，新设医保事业部。在医院端，此阶段电子病历、互联互通等评级开始推进，至 2020 年公司已完成电子病历五级、六级项目 12 家，互联互通四甲、五乙级项目 16 家，项目订单数量及通过率均处于行业领先水平。



图表2：公司拥有四大事业群

业务分类		产品及解决方案情况
医卫信息化	医院信息化	• 慧康云HIS整体解决方案、多学科远程医疗平台、医学影像大数据智能分析平台、大数据商业智能分析平台、智慧检验整体解决方案、智慧体检整体解决方案、智慧影像整体解决方案等
	公共卫生信息化	• 智慧卫生整体解决方案、医共体整体解决方案、区域流行病防控整体解决方案、全民健康信息中心、智慧养老云等
医卫互联网		• 混合云互联网医院解决方案、创业健康城市云平台、处方共享平台、护理云平台、电商云平台等
医卫物联网		• 医疗物联网接入基础平台、运维云平台、数字病房、床旁智能交互系统、物联网接入基础平台V3.0等
医保应用		• 医保智慧经办管理系统、数据资源共享（数据中台、数据回流库、数据交换库）、药品和高值耗材全程监管平台、医保CHS-DRG/DIP管理系统、医保意外伤害保险认定管理系统、医保电子档案系统、医保云HIS平台、医院DRG/DIP管理系统等

来源：iFind，公司年报，国金证券研究所

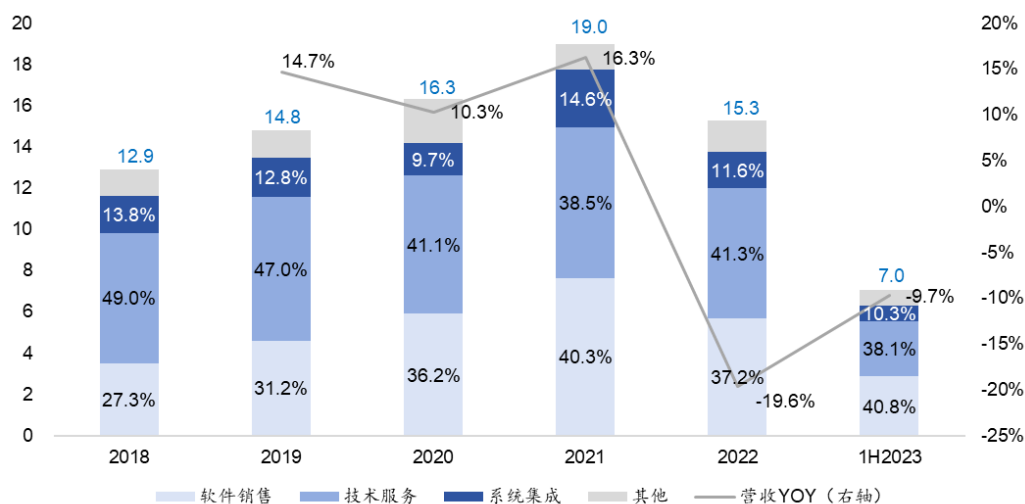
- **2021年至今，“慧康云2.0”转型启动，合作飞利浦拓宽市场。**公司于2021年正式启动“慧康云2.0”整体云化转型发展战略，2022年公司发布新一代基于微服务架构的医院信息系统Hi-HIS。公司于2022年6月与飞利浦签订合作协议，截至23年三季报，飞利浦（中国）持有公司10.0%的股份，为公司第二大股东。后续公司有望就飞利浦“Tasy”电子病历软件进行本土化开发，并在客户范围拓展、软硬件联动等领域深入合作。

1.2 营收逐季回暖，控费有所优化

2018-2021年公司营收保持平稳增长，复合增速为13.7%，22年及23年Q1受到疫情防控影响项目交付、验收有所推迟，营收分别同比下降19.6%、24.7%；23年Q2起，行业下游需求回暖叠加公司新一代云化产品逐步成熟，Q2、Q3分别实现营收3.6亿元、4.5亿元，同比增长12.1%、26.3%，呈现逐季回暖态势。23年上半年公司新增千万级别订单较去年同期增长200%，为后续营收进一步增长提供有力保障。

公司主营业务包括软件销售、技术服务、系统集成及其他共4部分，其中软件销售和技术服务贡献公司近80%的营收。受益于产品化及新拓订单能力提升，公司软件销售业务占营收比重呈上升趋势，由2018年的27.3%提升至2021年的40.3%；22年受疫情等因素影响占比有所回落；23年上半年软件销售实现营收2.9亿元，占总营收的40.8%，较上年同期提升1.8pct。

图表3：软件销售业务占营收比重呈上升趋势



来源：iFind，公司年报及半年报，国金证券研究所

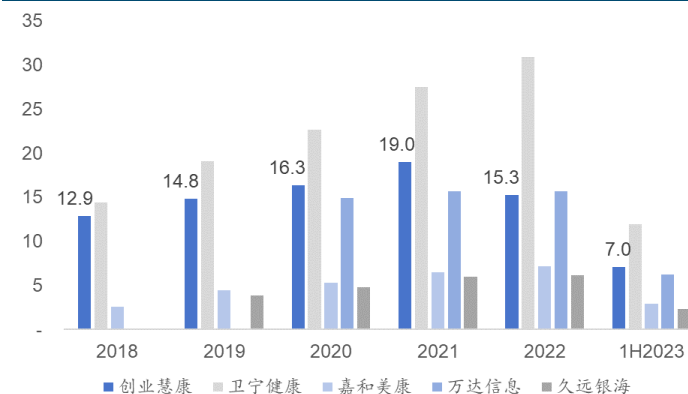
注：柱状图上方数字为公司营业收入，单位亿元；柱状图内百分比数字为分业务营收占比

公司整体毛利率维持在50%左右。2022年受成本支出刚性影响，毛利率水平有所回落；23年前三季度公司毛利率为52.7%，较上年同期下降2.5pct，其中单Q3毛利率较上年同期下降6.6pct，主要系公司交付大型医院项目，硬件占比有所提升所致。分业务来看，



公司软件销售及技术服务毛利率近年来均维持在 60% 以上，23 年上半年分别为 62.0%、63.0%；系统集成业务毛利率较低，23 年上半年实现毛利率 7.8%。与医疗 IT 同业相比，公司毛利率水平处于行业前列，主要系公司毛利率较低的系统集成业务及互联网医疗业务占比较低。

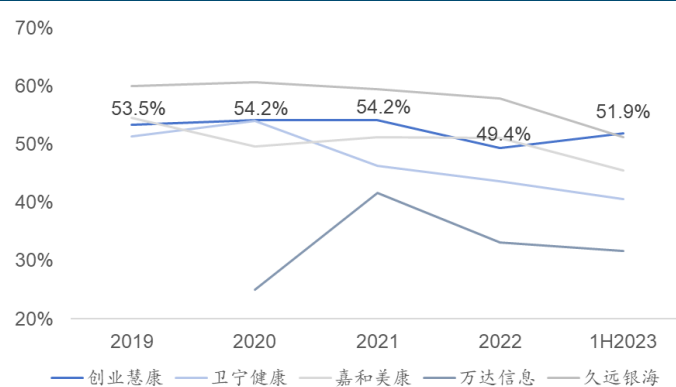
图表4：公司营收体量处于行业前列（亿元）



来源：iFind，各公司年报及半年报，国金证券研究所

说明：万达信息、久远银海数据为医疗相关业务营收，两家公司分别于 2020 年、2019 年开始公布医疗相关分业务收入

图表5：公司毛利率处于同业较高水平



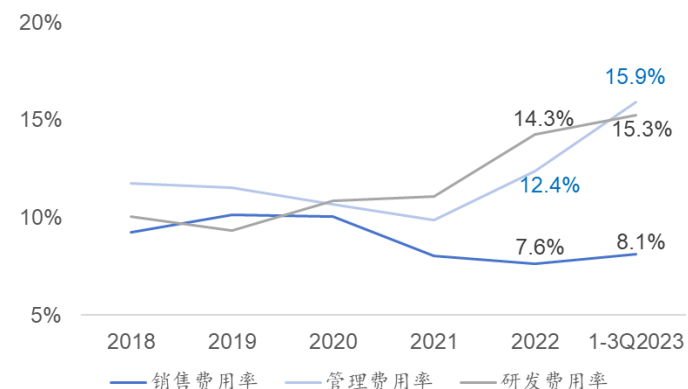
来源：iFind，公司年报及季报，国金证券研究所

说明：万达信息、久远银海数据为医疗相关业务毛利率

公司 23 年上半年收入确认节奏有所放缓但费用端支出较为刚性，同时在 CTasy 等新产品开发以及 AI 领域持续投入，使得销售、管理、研发费用率较上年同期分别增加 1.3pct\5.1pct\4.1pct。随 Q3 营收端回暖及公司管理进一步优化，单 Q3 销售、管理、研发费用率分别为 6.5%\13.6%\12.3%，较上年同期分别下降 2.3pct\2.3pct\1.0pct。预计随公司分布式 Hi-HIS 系统打磨完成，后续人员扩充速度或将放缓，有望带动成本费用控制进一步改善。

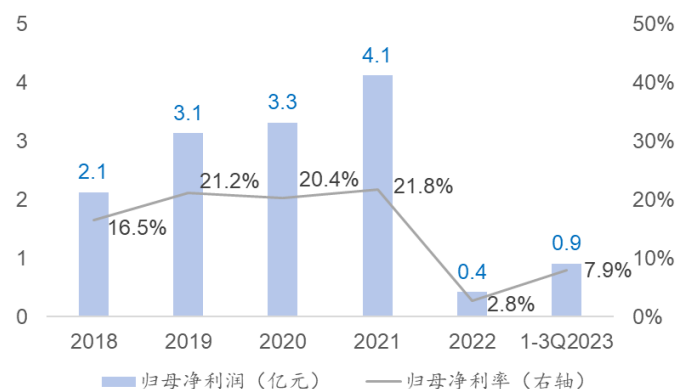
2019-2021 年公司归母净利率保持在 20% 以上，处于同业较高水平；2022 年受营收同比下降、成本费用支出刚性等因素的影响，实现归母净利润 0.4 亿元，同比下降 89.7%；23 年前三季度公司实现归母净利润 0.9 亿元，同比下降 46.5%。预计随 Hi-HIS 及 CTasy 产品逐步进入批量交付周期、控费效果进一步显现，公司归母净利率有望恢复至历史平均水平。

图表6：公司销售费用率呈下降趋势



来源：iFind，公司年报及季报，国金证券研究所

图表7：2019-2021 年公司归母净利率保持在 20% 以上



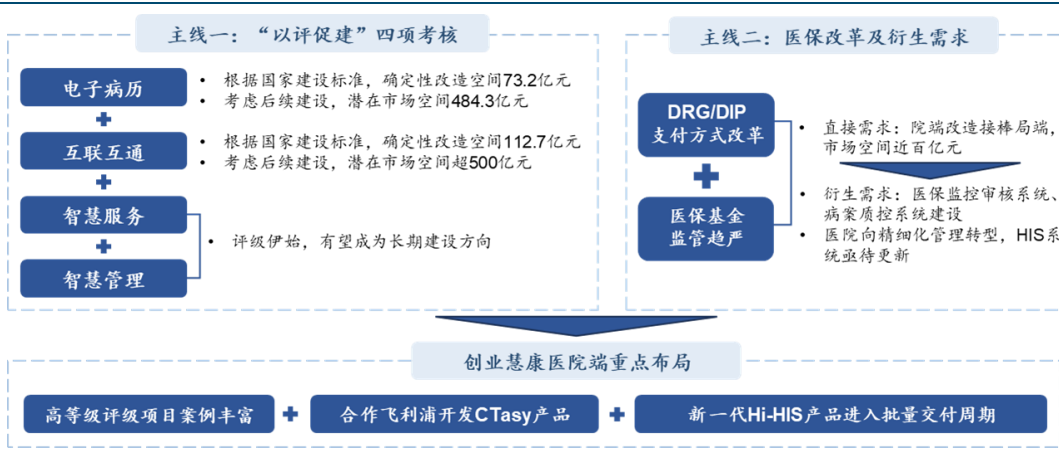
来源：iFind，公司年报及季报，国金证券研究所

2. 以评促建带来千亿空间，新产品贡献收入增量

目前医院信息化有两条建设主线：1）以“电子病历分级评价方法”和“互联互通标准化成熟度测评”为代表的医院“以评促建”考核体系；2）医保支付方式改革及医保基金监管趋严背景下，医院向精细化管理转型，对 HIS 医院信息系统产生迭代需求。公司来自医疗机构的订单体量占比约 60%，沿需求端双主线已实现成熟产品布局，在手订单丰富。



图表8：双主线带来医院信息化建设增量需求



来源：国家卫健委，艾瑞咨询，公司年报，公司公众号，国金证券研究所

2.1. 医院评级需求刚性，公司建设经验丰富

“以评促建”考核体系带来医院建设刚需，相关市场规模超千亿元。国家先后推出电子病历、互联互通、智慧服务、智慧管理等分级评估体系，通过“以评促建”的方式推动医院信息化建设、实现医院高质量发展。在目前推行的四大分级评估体系中，电子病历、互联互通项目评级开始时间较早、医院参评率较高、项目改造订单体量较大，且已不同程度纳入公立医院绩效考核指标中，医院建设动能充足；智慧服务、智慧管理评级还处于推进初期，有望成为医院信息化长期建设主线。

图表9：现阶段“以评促建”主要考核项目

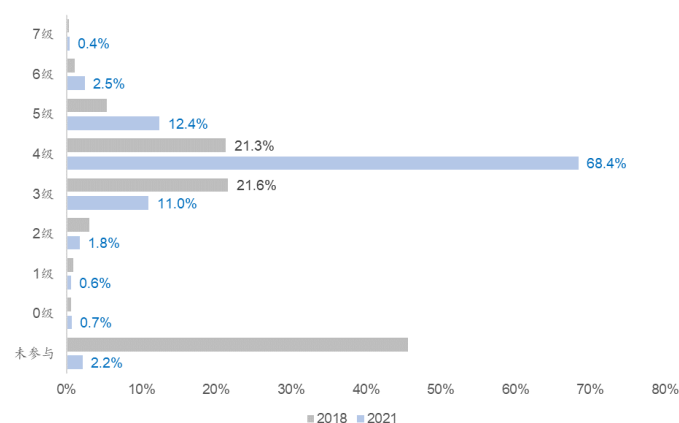
评级内容	电子病历	互联互通	智慧服务	智慧管理
开始时间	2011 年开始评级，2018 年要求二级以上医院参加评级	2013 年开始测评，2020 年发布最新版标准	2019 年开始评级，面向二级及以上医院	2021 年开始评级
评审内容	考察医疗工作流程中的 10 个角色对电子病历系统的应用情况，涉及具体 39 个评价项目	从医疗机构基本信息、数据资源标准化、基础设施建设情况、互联互通应用效果 4 个方面进行评价	从 4 个类别（诊前服务、诊中服务、全程服务、基础安全）共 17 个项目进行评估	评价包括 10 个角色、33 项业务项目
评审结果	0-8 级共 9 个等级	7 个等级（由低到高依次为一到三级、四级乙等、四级甲等、五级乙等、五级甲等）	0-5 级共 6 个等级	0-5 级共 6 个等级
评审周期	工作周期为一年，间隔超过 2 年未参加评价的医疗机构，需再次通过原级别评价	工作周期为一年，凡申请互联互通标准化成熟度五级的单位，通过四级后隔年申请	年度上报	年度上报
建设目标	国家卫健委要求到 2022 年全国二级、三级公立医院电子病历水平分别达到 3 级和 4 级	明确要求到 2020 年，三级医院达到医院信息互联互通标准化成熟度测评 4 级水平	到 2022 年，全国二级和三级公立医院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。到 2025 年，建成一批发挥示范引领作用的智慧医院	

来源：国家卫健委，CHIMA，国金证券研究所

- 电子病历建设的本质是实现患者诊疗流程的信息化。基于电子病历系统，医疗机构可实现患者数据分析、跨系统数据管理、跨机构数据互联互通等。2019 年起电子病历评级结果被列为二、三级医院绩效考核的必选项；2021 年 10 月，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）》，提出到 2022 年全国二、三级公立医院电子病历水平平均级别应分别达到 3 级和 4 级。2019 年评级要求全面推广后，我国医院电子病历建设水平已明显提升；但根据卫健委医政司最新发布的数据，2021-2022 年我国二、三级医院平均评级水平为 2.60 级、3.83 级，参评率分别为 88.4%、99.7%，建设目标尚未完成。我们统计了中国政府采购网中 2023 年电子病历建设的公开招标数据，其中 3 级、4 级电子病历评级改造项目的平均中标金额为 102.7 万元、298.4 万元，则按照“二、三级医院达到 3 级、4 级”的建设目标，则确定性改造规模为 73.2 亿元。



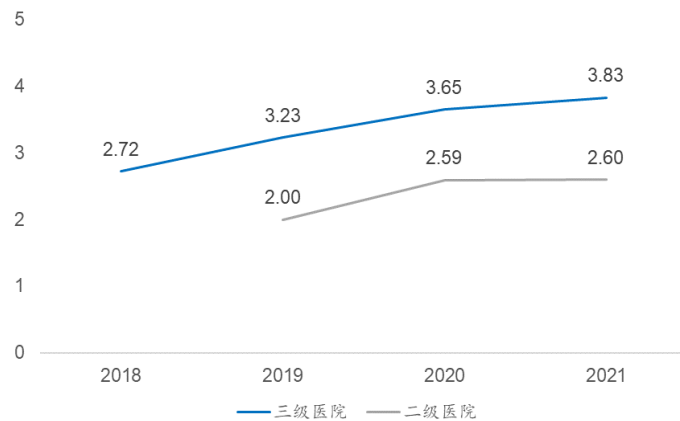
图表10：评级实施后，电子病历建设水平提升明显



来源：CHIMA，国金证券研究所

注：图中数据为 2021-2022 年统计数据

图表11：二、三级医院电子病历评级较目标仍有差距



来源：国家卫健委医政司，国金证券研究所

医院向更高等级电子病历建设动能充足，主要原因如下：1) 成熟的电子病历系统是医院参加互联互通等其他评级的基础。根据国家“三级医院实现互联互通4级及以上”的建设目标，则相应的电子病所需达到5级及以上水平；2) 部分地区已将更高等级电子病历建设纳入医院绩效考核、评奖评优指标中，有望推动相关区域医院订单加速释放。考虑后续二级、三级医院进一步向4级、5级水平推进，则电子病历市场中长期建设规模可达484.3亿元。

图表12：部分地区对电子病历及互联互通建设提出更高要求

地区	政策文件名称	建设要求
四川省	《四川省卫生健康信息化三年行动计划（2023-2025）》	到2025年，力争60%以上三级公立医院达到互联互通标准化成熟度测评四级水平，其中三甲公立医院达到80%以上；推动国家委在川、省直属大型三级综合医院和区域医疗中心领头医院达到五级水平
安徽省	《安徽省推动公立医院高质量发展实施方案》	至2025年，三级医院达到电子病历应用分级评价5级以上，二级以上医院达到4级以上；三级医院内信息互联互通标准化成熟度测评达到四级甲等及以上水平，二级医院达到四级乙等及以上水平
海南省	《海南省推动公立医院高质量发展实施方案》	至2025年，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三甲水平通过率达100%；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达100%
湖北省	《关于推动公立医院高质量发展的若干措施》	至2025年，二级以上公立医院电子病历应用功能水平达到4级以上
湖南省	《湖南省推动公立医院高质量发展实施方案》	至2025年，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级及以上，地市级、县级公立医院电子病历系统应用水平达到4级及以上
山东省	《公立医院高质量发展促进行动方案（2021-2025）》	至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及以上，建成一批发挥示范引领作用的智慧医院
广州市	《广州市推动公立医院高质量发展实施方案》	市属三级医院电子病历功能应用水平分级评价力争达到5级以上建设水平；积极开展国家医疗健康信息区域（医院）互联互通标准化成熟度测评，二级医院达到3级及以上水平，三级医院力争达到4级及以上水平

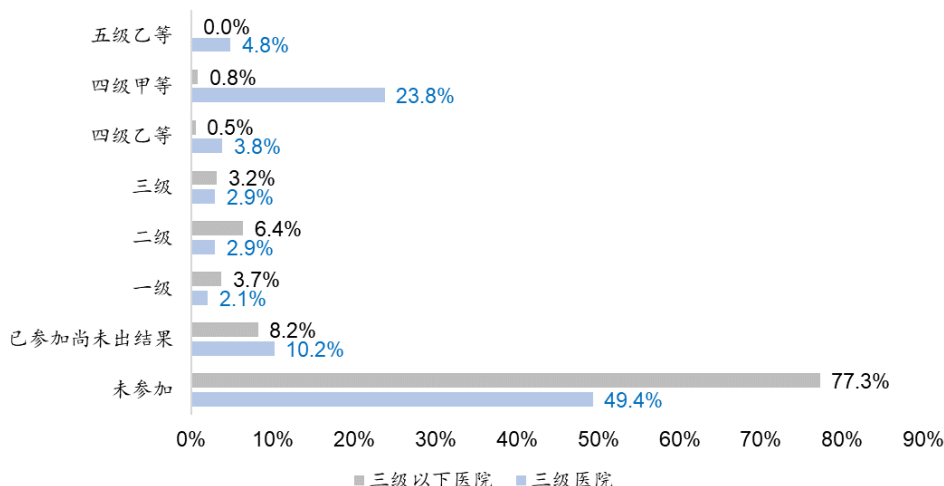
来源：四川省卫健委官网，安徽省卫健委官网，浙江省人民政府办公厅官网，广州市人民政府官网，海南省人民政府官网，湖南省人民政府官网，湖北省人民政府官网，国金证券研究所

- 互联互通建设旨在电子病历的基础上，打通医院内及医院间信息壁垒，以加速推进分级诊疗、减少重复检查。2018年8月国家卫健委在《关于进一步推进以电子病历为核心的医疗机构信息化建设的通知》中提出到2020年，三级医院信息互联互通标准化成熟度测评达到四级水平。根据CHIMA统计，目前我国达到互联互通四级以上水平的三级医院占比仅为32.5%，三级以下医院互联互通参评率较低。

我们梳理了剑鱼标讯网上2023年医院互联互通项目中标情况，平均中标价格为509.3万元，则可测算出三级医院进行四级互联互通项目建设对应的市场空间约为112.7亿元。若考虑后续二级医院电子病历水平提升，开始进行互联互通建设，以及部分三级医院进行互联互通五级建设，则潜在市场空间超过500亿元。



图表13：约 32.5%的三级医院互联互通评级四级以上



来源：CHIMA，国金证券研究所

注：图中数据为 2021-2022 年统计数据

创业慧康在电子病历、互联互通等医院信息化刚需领域布局较早，相关订单评级通过数量处于行业前列。公司已累计助力 33 家医院完成五级及以上电子病历分级评价，占高等级电子病历医院的比重约为 10.6%；累计助力 37 家医院实现互联互通五乙级及以上测评。公司在行业内已实现较为丰富的案例储备，随更多医院向高等级项目推进，相关订单有望保持较高增速。

2.2 携手飞利浦打造 CTasy 产品，客户范围持续拓展

2022 年 5 月飞利浦（中国）与公司部分股东签署《股份转让协议》，持有公司 10.0% 股份成为第二大股东；22 年 6 月飞利浦与公司签署《合作协议》，公司购买飞利浦“Tasy 电子病历软件”的中国区域独家许可权并进行本地化开发。目前双方共同研发的本土化电子病历 CTasy1.0 版本已完成门诊流程版本开发，急诊、住院流程版本正在研发中，并已进行试点项目的接洽规划，相关产品预计不晚于 24 年 1 月 31 日正式发布。

从产品角度来看，CTasy 基于飞利浦海外成熟产品，结合本土需求改造，能够满足医院业务和评级需求：

- Tasy 经多年海外市场验证，产品技术成熟。目前 Tasy 系统已在不同国家的 1,500 余家医疗机构落地，相较于传统电子病历，Tasy 产品可与医院信息管理系统 HIS 融合，提供原生辅助决策支持系统，通过对实验室检查或患者体征等有效临床数据的智能抓取，帮助医生快速识别患者，可有效提升医疗服务效能。
- CTasy 能够满足医院合规评级与信创需求。1) 针对本土化合规评级要求，CTasy 支持国家电子病历、互联互通、智慧医院、智慧管理等分评价标准；2) 在信创适配方面，产品已完成对国产操作系统、数据库、中间件、国产芯片的全面支持，可满足医院信创需求。CTasy 通过为医院提供一体化平台，可实现临床、组织和管理流程的集中处理，能够有效降低系统运维成本。

图表14：基于 Tasy 软件进行本土化、合规和信创改造

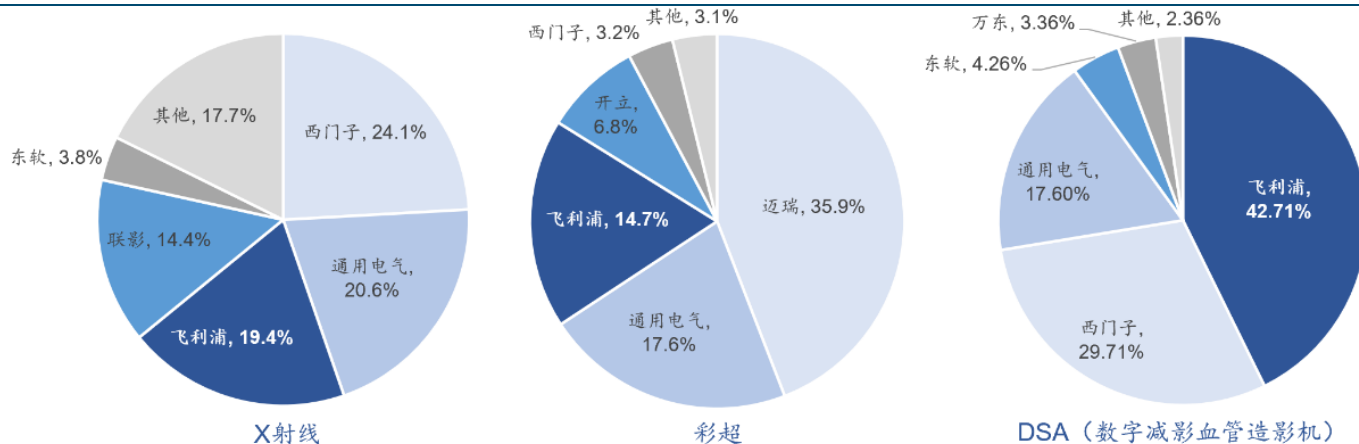


来源：创业慧康公众号，国金证券研究所



从客户拓展角度来看，双方合作可帮助创业慧康带来更多增量客户。飞利浦作为国际医疗器械头部厂商，1985 年即在中国设立合资公司，目前业务遍及全国 600 多个城市，截至 2021 年，飞利浦产品和解决方案可覆盖 4.92 亿中国居民。在国内医疗器械市场中，飞利浦在医疗影像等领域市场份额处于行业头部地位，2022 年上半年飞利浦医疗器械中标金额市场排名第三，市场份额达 9.23%。根据《合作协议》，飞利浦将在现有的医疗机构客户名单中挑选出一定数量的客户作为 CTasy 产品的独家销售客户，有望进一步打开创业慧康客户空间。此外，公司也会配合飞利浦的 SmartICU、百万像素影像链的“双百 CT”、1024 高清靶扫等技术，打造软硬结合的整体医院解决方案。

图表15：飞利浦在多个医疗器械领域市场份额领先、客户资源丰富



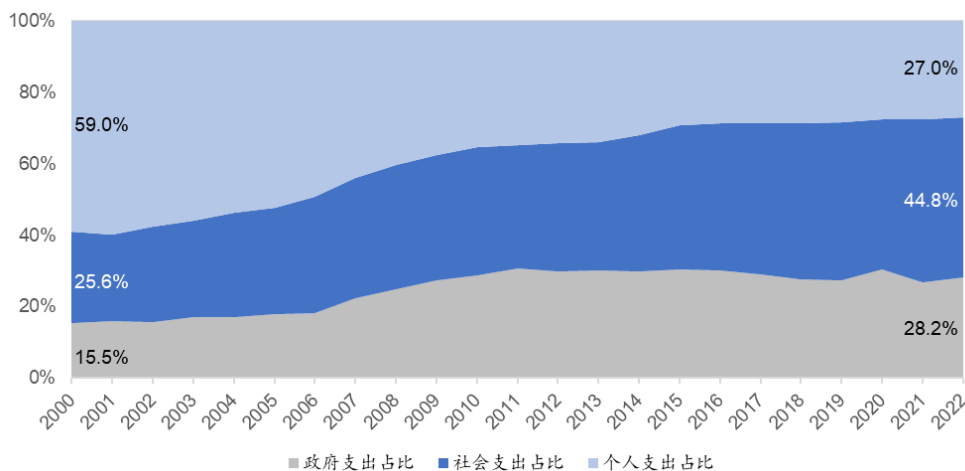
来源：器械之家公众号，赛柏蓝器械公众号，国金证券研究所

注：图中市场份额为 2022 年数据

2.3 医院管理精细化转型，Hi-HIS 订单有望放量

我国卫生总费用中，个人支出占比呈现逐年下降趋势，以基础医疗保险和商业保险为主的社会支出占比逐年提升，2022 年我国卫生总费用中来自社会支出的比重达 44.8%。若进一步剔除部分用于公共卫生建设的政府支出，则医保结算是医院收入最重要来源之一。

图表16：2022 年社会支出占我国卫生总费用比重达 44.8%

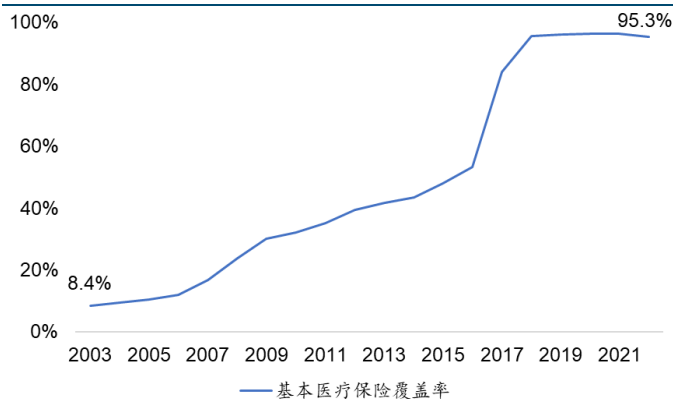


来源：iFind，国家卫健委官网，国金证券研究所

目前我国基础医疗保险覆盖率已超过 95%，依靠新增参保人员缴费及按参保人数计算的财政补助不再是驱动医保基金结余增长的主要动能。同时，伴随我国城镇职工医保中退休参保人员占比持续提升，基金池流入放缓；我国人口老龄化日益严峻，基金流出或将持续增加。在此背景下国家积极推进医保支付方式改革并持续强化基金监管。



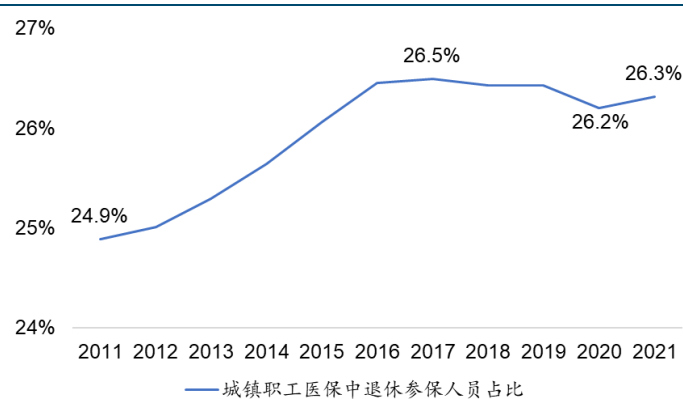
图表17：我国基础医保覆盖率已超过95%



来源：国家统计局官网，国金证券研究所

注：2016 年及之前的数据不包括新农合参保率

图表18：城镇职工医保中退休参保人员占比呈上升趋势



来源：国家统计局官网，国金证券研究所

- 支付方式改革：国家医保局 2021 年印发《DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划》要求全国所有统筹地区开展 DRG/DIP 付费方式改革，2025 年 DRG/DIP 覆盖所有符合条件的开展住院服务的医疗机构。通过支付方式改革，医保基金将由按项目付费转变为按病种费分类付费，有助于引导医院规范诊疗流程、减少基金支出。
- 基金监管趋严：目前医院面临线下飞行检查及线上智能监控双重考验，部分医院选择在既有信息系统基础上增加医保监控审核及病案质控等功能模块，将医保局端审核关口前移。

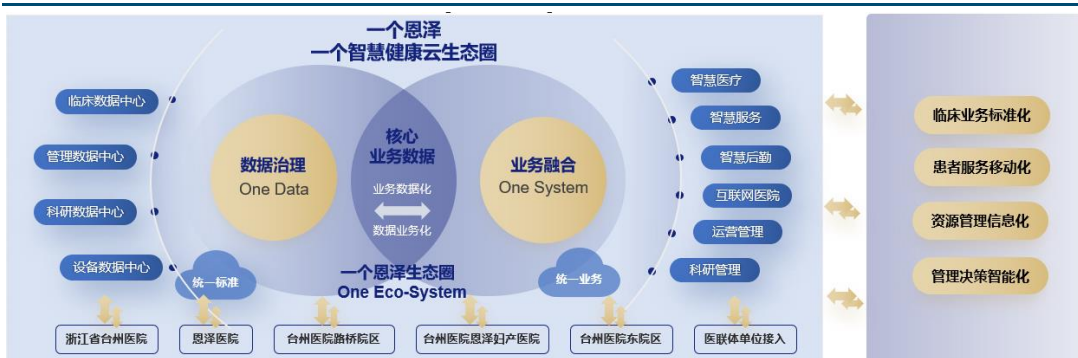
医保相关改革要求医院由以提供项目为主的经营模式，向以控费为导向的精细化管理转型，带来医院管理信息系统的重塑需求。此外，随国家“智慧服务”、“智慧管理”等评级项目推进，医院需要新增预约诊疗、掌上医院、院后随访等移动端功能；医疗机构间互联互通、医联体建设等也对医院系统的开放性提出更高要求。

目前医院 HIS 系统较为陈旧，难以支持管理转型及功能新增。HIS 是医院日常运营、管理以及各个部门工作互联互通的信息管理系统，围绕医院的“人、财、物”覆盖全业务流程。目前医院的 HIS 系统多在 2005 年前后建成，采用 PB、Delphi、VB 等工具开发的基于 C/S 架构的 HIS 系统仍占主流。由于开发语言较为陈旧、系统架构封闭，传统 HIS 系统的运维成本较高，功能新增困难。

创业慧康于 2021 年启动“慧康云 2.0”战略，2022 年发布新一代医疗信息系统 Hi-HIS。Hi-HIS 产品基于微服务架构设计，可实现分层设计、分层开发、分层实施与交付，能够满足医院优化服务流程、转变管理模式的需求。Hi-HIS 产品已于 23 年 9 月在台州恩泽医疗集团“四院五区”全面上线，相较于原有系统在多个功能领域性能明显提升：

- 响应速度明显提升：医生站、护士站的系统响应时长仅为原系统的 1/10；医嘱处理的服务项目检索性能比老系统提高 3 倍以上，平均响应时间缩短到 200ms 以内。
- 支持院内信息互联：采用“一张网、一朵云”服务模式，可实现医疗集团内部各院区的数据和业务一体化管理，患者信息在不同院区之间可以快速调阅共享。
- 快速部署、功能易拓展：Hi-HIS 系统支持公有云及私有云部署，采用微服务架构，医院在新增医疗业务时，只需要增加新的微服务节点，并调整与之有关联的微服务节点，即可无限扩展微服务数量。

图表19：Hi-HIS 系统已在台州恩泽“四院五区”全面上线





来源：公司公众号，国金证券研究所

根据公司 23 年中报，Hi-HIS 系统已累计签订 22 个项目，订单总金额约 3.46 亿元，全国数十个 Hi-HIS 项目陆续进入交付周期。伴随已完成系统上线的标杆项目树立、各地交付团队打磨成熟，Hi-HIS 产品新签订单数量以及实施交付效率均有望进一步提升。

3. 积极探索 AI 应用场景，持续布局信创及生态建设

公司在 AI 领域布局较早，正积极探索大模型落地场景。公司在 2015 年与浙江大学联合成立了大数据研究院；2020 年公司成立浙江省智慧医疗创新中心，打造 AI 公共服务平台；2023 年 4 月，公司与浙大计算机创新技术研究院、浙江省智慧医疗创业中心正式达成战略合作协议，在其授权范围内使用浙大版的医学知识库及慧康-启真医疗大模型。

目前慧康-启真大模型已完成 6B\13B 数据量的训练及微调，训练数据包括 13 万+项药品知识及药品说明书、1 万+项疾病知识、2 万+份指南文档、4,000+项手术知识内容、2,000+项检查检验知识、2,000+份评估表内容，以及百万级的医患问答数据。

图20：公司与浙大合作推出慧康-启真大模型



来源：公司公众号，国金证券研究所

在技术落地方面，公司基于类 GPT 算法的嵌入式临床决策支持系统 CDSS 已通过多家医院、区域试点用户的使用；智能就医助手已在浙江大学医学院附属妇产科医院成功运行；产科全流程闭环的智能专科电子病历也已在嘉兴市妇幼保健院试点运行。此外，公司还在探索大模型在电子病历解读、数智全科医生、医护工作助手等场景的应用。

图21：公司将大模型能力融入电子病历和就医助手场景

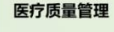


来源：公司公众号，国金证券研究所

公司围绕信创和智慧医院建设持续拓展合作范围，有望借助生态建设实现份额提升。

- **信创领域：**医院信创正在由边缘系统向核心系统推进，以上海市为例，要求市级医院

- **行业生态合作：**公司持续推进“生态互融战略”，旨在通过合作医疗信息化细分领域厂商，为医院提供整体解决方案。目前公司在临床决策支持系统（CDSS）领域合作创联网捷；与百度智慧医疗合作探索 VTE 智能防治系统、AI 诊前助手等产品；在医院综合运营管理解决方案（HRP）方面合作展华科技。

大数据+人工智能 TO D+AI		临床决策支持 CDSS  		就医助手（智能导诊）  		AI+医疗影像   		内涵质控 		大模型 			
医疗机构 TO B						卫健委 TO G		个人 TO C		医保 TO			
互联网医院		科研（专病）		远程医疗		指挥中心							
医院信息平台													
医院核心业务系统 Hi-HIS（含EMR、NIS） WHIS（含EMR、NIS）		医疗质量管理  医务管理  单病种管理		医技辅助系统 检验系统LIS、体检系统、 手麻系统、重症系统、影像PACS  医技辅助系统 PACS+ICAP、Smart ICU、..... 		DRG/DIP医院端 运营管理（展华） 医院运营管理  HRP							
						综合管理 区域协同		智慧急救 其他条线系统		数据运营服务 			
						全民健康信息平台 基层业务系统PHIS（含公卫）				国家医保平台 省、市级医保平台			
								其他运营服务					
物联网基础接入平台						IT资产运维管理系统							
物联网 IOT		定位导航服务 		数字病房产品+智能医疗终端设备 LACHESIS联新   		医院运维管理  		智慧食堂管理 		信创 中间件 数据库 操作系统 核心芯片    		传统硬件  	
智能机器人 		DRAMA 		医疗废弃物管理 		健康管理设备   		GBASE 					

13



2) 销售费用：2019-2022 年公司销售费用率呈现下降趋势，2021、2022 年分别为 8.1%/7.6%。公司 23 年起 Hi-HIS 产品进入批量交付阶段、24 年 CTasy 产品开始正式推广，预计销售费用率将较 22 年有所抬升；随着新产品标杆项目树立、公司人员增速进一步控制，销售费用率仍将延续下降趋势。参考 23 年前三季度销售费用率为 8.1%，我们预测 2023-2025 年公司销售费用率分别为 8.2%/7.8%/7.6%。

3) 管理费用：2019-2021 年公司管理费用率分别为 11.5%/10.7%/9.9%。公司于 2022 年 12 月 15 日发布限制性股票激励计划，激励目标为 2023-2025 年营业收入较 2022 年增长不低于 10.0%/21.0%/33.1%，或净利润较 2022 年增长不低于 30.0%/60.0%/90.0%，2023-2026 年需摊销的金额分别为 5,775.9/3,900.1/1,678.8/416.9 万元。此外，2022 年 6 月公司与飞利浦签订合作协议，合作期至 2032 年 12 月 31 日，公司需向飞利浦支付共计 1.5 亿元“Tasy 软件”许可费，软件许可费摊销会抬高管理费用。我们预测公司 2023-2025 年管理费用率为 14.0%/13.0%/11.0%。

4) 研发费用：公司 2019-2022 年及 2023 年上半年研发投入占营收比重分别为 14.1%/16.7%/16.6%/20.8%/22.7%，预计随公司 Hi-HIS 产品批量交付、CTasy 产品正式上市，新增研发需求将有所放缓，我们预测 2023-2025 年公司研发投入占营收比重分别为 22.5%/22.2%/21.8%。2019-2022 年公司研发投入资本化比重分别为 35.6%/38.6%/40.6%/31.5%，我们假设 2023-2025 年研发投入资本化比重为 35%，则对应研发费用率为 14.6%/14.4%/14.2%。

■ 盈利预测：

基于上述假设，我们预计 2023-2025 年公司实现营业收入 16.9/21.7/28.1 亿元，同比增长 10.9%/28.0%/29.7%；实现归母净利润 2.2/3.9/6.0 亿元，同比增长 406.1%/79.2%/54.2%，对应 EPS 为 0.14/0.25/0.39 元。

图表23：盈利预测核心假设

单位：亿元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	19.0	15.3	16.9	21.7	28.1
YOY	16.3%	-19.6%	10.9%	28.0%	29.7%
毛利率	54.2%	49.4%	52.3%	54.2%	56.1%
——软件销售	7.7	5.7	6.7	10.1	14.9
YOY	29.6%	-25.8%	18.0%	50.0%	48.0%
毛利率	65.4%	60.3%	62.0%	63.0%	64.0%
——技术服务	7.3	6.3	6.8	7.9	9.2
YOY	9.0%	-13.8%	8.0%	16.0%	16.0%
毛利率	62.5%	58.0%	63.0%	63.0%	63.0%
——系统集成	2.8	1.8	1.9	2.2	2.6
YOY	74.9%	-36.2%	8.0%	16.0%	16.0%
毛利率	12.5%	13.1%	10.0%	10.0%	10.0%
——其他	1.3	1.5	1.5	1.5	1.5
YOY	-41.3%	21.4%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	29.3%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%
销售费用率	8.1%	7.6%	8.2%	7.8%	7.6%
管理费用率	9.9%	12.3%	14.0%	13.0%	11.0%
研发费用率	11.1%	14.3%	14.6%	14.4%	14.2%

来源：iFind，国金证券研究所

■ 投资建议及估值：

我们采用市盈率法对公司进行估值，选取 4 家医疗 IT 公司卫宁健康、嘉和美康、万达信息、久远银海作为可比公司，参考可比公司 PE 平均水平，给予公司 2024 年 40 倍 PE 估值，目标价 9.99 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。


图表24：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股 价 (元)	EPS					PE				
			2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
300253.SH	卫宁健康	8.01	0.18	0.05	0.17	0.25	0.32	44.50	158.65	45.82	32.56	24.70
688246.SH	嘉和美康	35.91	0.36	0.49	0.70	1.02	1.48	99.75	72.79	51.12	35.13	24.27
300168.SZ	万达信息	9.60	0.06	-0.24	0.04	0.18	0.29	164.65	-39.33	271.19	54.42	33.34
002777.SZ	久远银海	28.01	0.70	0.45	0.57	0.74	0.91	40.25	62.09	49.11	37.83	30.73
平均数								87.29	63.55	104.31	39.99	28.26
300451.SZ	创业慧康	7.79	0.27	0.03	0.14	0.25	0.39	28.70	277.98	54.92	30.64	19.88

来源：Wind，国金证券研究所

说明：1) 以 2023 年 11 月 23 日收盘价计算现价对应 PE；2) 4 家可比公司使用 Wind 一致预期盈利预测

5. 风险提示

■ 医疗信息化政策推进不及预期的风险

目前国家在积极推动以电子病历为核心的医院信息化建设，并将公立医院信息化评级结果纳入绩效考核，但由于信息化系统多由医院自筹资金进行建设，仍可能出现国家政策推进不及预期的情况。

■ 医药反腐对招标产生的不确定性影响

23 年 7 月，国家卫健委同教育部、公安部等 9 部门共同启动了为期 1 年的全国医药领域腐败问题集中整治工作，短期可能会导致部分项目招标推迟，但长期来看将促进医疗卫生行业规范化，推动医院信息化领域加速发展。

■ 与飞利浦协同不及预期的风险

公司目前正在积极推进与飞利浦合作的 CTasy 电子病历产品的研发工作，根据双方签署的《合作协议》，飞利浦将在现有的医疗机构客户名单中挑选出一定数量的客户作为 CTasy 产品的独家销售客户。虽然飞利浦在国内拥有较好的客户基础，但仍存在客户拓展不及预期的可能性。

■ 市场竞争加剧的风险

随国家医疗信息化各类评级持续推进，市场空间有望进一步打开，可能会吸引部分其他领域信息化厂商以及新成立的 IT 厂商进入行业，导致市场竞争加剧。

■ 大股东质押风险

截至 2023 年 11 月 23 日，公司第一大股东葛航先生共持有公司股份 2.2 亿股，其中 74.4% 的股份被质押，被质押股份占公司总股本的 10.6%。目前股份质押比例较低，但若葛航先生偿债能力及资信状况大幅恶化，且个人无法履约，可能会对公司控制权产生不利影响。

■ 应收账款和存货偏高的风险

公司 2022 年及 2023 年前三季度应收账款周转天数分别为 311.4 天、358.5 天，存货周转天数分别为 117.2 天、148.4 天，公司目前已加大收款考核力度，并与客户保持及时有效沟通，但若应收账款及存货持续高企，可能对公司资金周转产生不利影响。


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,633	1,899	1,527	1,694	2,169	2,813
增长率		16.3%	-19.6%	10.9%	28.0%	29.7%
主营业务成本	-728	-869	-773	-807	-992	-1,235
%销售收入	44.6%	45.8%	50.6%	47.7%	45.8%	43.9%
毛利	905	1,030	754	887	1,176	1,579
%销售收入	55.4%	54.2%	49.4%	52.3%	54.2%	56.1%
营业税金及附加	-16	-19	-13	-17	-22	-28
%销售收入	1.0%	1.0%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-164	-153	-117	-139	-169	-214
%销售收入	10.1%	8.1%	7.6%	8.2%	7.8%	7.6%
管理费用	-175	-187	-189	-237	-282	-309
%销售收入	10.7%	9.9%	12.4%	14.0%	13.0%	11.0%
研发费用	-177	-210	-218	-247	-312	-400
%销售收入	10.9%	11.1%	14.3%	14.6%	14.4%	14.2%
息税前利润 (EBIT)	373	460	218	246	391	628
%销售收入	22.8%	24.2%	14.3%	14.5%	18.0%	22.3%
财务费用	3	20	20	17	22	28
%销售收入	-0.2%	-1.0%	-1.3%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
资产减值损失	-54	-96	-212	-73	-32	-42
公允价值变动收益	1	0	0	0	0	0
投资收益	12	31	-15	10	10	10
%税前利润	3.1%	6.8%	n.a	4.2%	2.3%	1.5%
营业利润	378	452	53	240	430	662
营业利润率	23.1%	23.8%	3.5%	14.2%	19.8%	23.5%
营业外收支	-1	0	3	0	0	0
税前利润	377	452	55	240	430	662
利润率	23.1%	23.8%	3.6%	14.2%	19.8%	23.5%
所得税	-40	-38	-14	-24	-43	-66
所得税率	10.7%	8.4%	25.5%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	336	414	41	216	387	596
少数股东损益	4	1	-1	0	0	0
归属于母公司的净利润	332	413	43	216	387	596
净利率	20.4%	21.8%	2.8%	12.7%	17.8%	21.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	336	414	41	216	387	596
少数股东损益	4	1	-1	0	0	0
非现金支出	114	174	307	140	104	117
非经营收益	-10	-37	2	24	-11	-11
营运资金变动	-169	-375	-205	-433	37	-355
经营活动现金净流	271	176	145	-52	517	347
资本开支	-205	-179	-310	-197	-159	-149
投资	-39	15	6	10	0	0
其他	-168	198	5	10	10	10
投资活动现金净流	-412	34	-299	-177	-149	-139
股权募资	1,295	25	0	1	0	0
债权募资	-40	-142	97	343	90	340
其他	-66	-59	-79	-46	-77	-77
筹资活动现金净流	1,188	-176	18	298	12	263
现金净流量	1,048	34	-136	68	380	471

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,584	1,619	1,478	1,545	1,924	2,395
应收款项	896	1,310	1,437	1,660	1,757	2,267
存货	326	241	263	282	333	414
其他流动资产	311	167	134	163	206	265
流动资产	3,117	3,336	3,313	3,650	4,220	5,342
%总资产	59.4%	59.5%	57.3%	58.8%	61.5%	66.3%
长期投资	355	401	360	350	350	350
固定资产	314	350	451	491	531	561
%总资产	6.0%	6.2%	7.8%	7.9%	7.7%	7.0%
无形资产	1,445	1,481	1,616	1,707	1,756	1,802
非流动资产	2,132	2,273	2,471	2,556	2,645	2,720
%总资产	40.6%	40.5%	42.7%	41.2%	38.5%	33.7%
资产总计	5,249	5,610	5,784	6,206	6,865	8,061
短期借款	163	7	104	452	542	882
应付款项	487	602	696	692	850	1,055
其他流动负债	418	392	374	288	390	523
流动负债	1,068	1,001	1,174	1,432	1,782	2,460
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	4	9	8	2	2	1
负债	1,072	1,010	1,182	1,434	1,784	2,461
普通股股东权益	4,140	4,562	4,594	4,764	5,073	5,592
其中：股本	1,193	1,550	1,549	1,549	1,549	1,549
未分配利润	1,040	1,385	1,381	1,550	1,860	2,378
少数股东权益	37	37	8	8	8	8
负债股东权益合计	5,249	5,610	5,784	6,206	6,865	8,061

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.279	0.267	0.028	0.139	0.250	0.385
每股净资产	3.471	2.944	2.965	3.075	3.275	3.610
每股经营现金净流	0.228	0.114	0.094	-0.034	0.333	0.224
每股股利	0.030	0.030	0.010	0.030	0.050	0.050
回报率						
净资产收益率	8.03%	9.05%	0.93%	4.53%	7.62%	10.66%
总资产收益率	6.33%	7.36%	0.74%	3.48%	5.63%	7.40%
投入资本收益率	7.67%	9.15%	3.45%	4.24%	6.26%	8.72%
增长率						
主营业务收入增长率	10.34%	16.30%	-19.58%	10.93%	28.03%	29.72%
EBIT 增长率	17.70%	23.27%	-52.63%	13.13%	58.81%	60.43%
净利润增长率	5.82%	24.28%	-89.68%	406.05%	79.24%	54.17%
总资产增长率	46.23%	6.87%	3.10%	7.31%	10.62%	17.43%
资产管理能力						
应收账款周转天数	191.8	201.5	315.7	360.0	300.0	300.0
存货周转天数	117.6	118.8	118.8	130.0	125.0	125.0
应付账款周转天数	151.5	172.7	267.2	250.0	250.0	250.0
固定资产周转天数	64.7	51.5	67.2	58.5	44.0	31.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-38.42%	-35.05%	-29.86%	-22.90%	-27.20%	-27.01%
EBIT 利息保障倍数	-141.7	-23.5	-11.0	-14.5	-18.0	-22.3
资产负债率	20.43%	18.01%	20.43%	23.11%	25.98%	30.53%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究