

把握“以评促建”行业需求，开启 HDAI 生态融合战略

——创业慧康（300451）首次覆盖

增持（首次）

2023 年 12 月 29 日

报告关键要素：

深耕医疗卫生健康领域，转型科技云生态企业。创业慧康科技股份有限公司成立于 1997 年，总部位于杭州，专注于医疗卫生健康信息化的建设、研发及服务创新，产品涵盖智慧医疗、智慧卫生、医保、健康及养老等各种智慧场景。公司自 2021 年启动“慧康云”整体云化转型发展战略，从传统 IT 信息产品服务向科技云生态企业转型，形成医疗卫生健康信息化行业的云生态价值供应链。目前公司拥有八大系列 300 多个自主研发产品，营销网络遍及全国 30 多个省、自治区及直辖市，全国客户数量达 7000 多家。

投资要点：

战略合作飞利浦，联合开发新一代 EMR 软件“CTasy”。公司与飞利浦基于飞利浦全球领先的 EMR 系统 Tasy，协同本地化开发新一代 EMR 软件 CTasy。CTasy 将延续 Tasy 在一体化、临床辅助、临床专科、灵活配置等方面的创新优势。此外，公司的医疗信息化产品未来还将配合飞利浦的 Smart ICU、百万像素影像链的“双百 CT”、1024 高清靶扫等技术，形成更强的医院整体方案解决能力，提升市场竞争力。

形成“HDAI”生态布局，Hi-HIS 项目持续签订。公司结合行业发展方向，启动“生态融合战略”，推进“HIT+”生态合作的建设，形成“HDAI”生态布局。目前，公司的平台型 HIS 系统 Hi-HIS 已累积签订 22 个项目，订单总金额约为 3.46 亿，2023 上半年完成了 5 个项目的交付，同比大幅提高。

“以评促建”，四大评级政策催化医疗行业信息化建设需求。“以评促建”项目是当前医疗信息化建设需求的核心来源，主要涉及“电子病历系统应用水平分级评价”、“医院信息互联互通标准化成熟度测评”等。

“十四五”规划催化电子病历建设刚性需求，整体仍有较大发展空间。2023 上半年，公司已助力 7 家医院用户通过 2022 年度电子病历系统功能应用水平分级评价高等级（五级及以上）评审，其中更有两家医院通过 2022 年六级电子病历分级评价，位居行业领先水平。

基础数据

总股本（百万股）	1,549.12
流通A股（百万股）	1,341.65
收盘价（元）	6.55
总市值（亿元）	101.47
流通A股市值（亿元）	87.88

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

分析师：

夏清莹

执业证书编号：

S0270520050001

电话：

075583223620

邮箱：

xiaqy1@wlzq.com.cn

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1527.14	1669.15	1965.07	2444.76
增长比率(%)	-19.58	9.30	17.73	24.41
归母净利润(百万元)	42.64	181.36	353.24	497.31
增长比率(%)	-89.68	325.34	94.78	40.78
每股收益(元)	0.03	0.12	0.23	0.32
市盈率(倍)	236.52	55.61	28.55	20.28
市净率(倍)	2.20	2.11	1.96	1.79

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

加强建设“三位一体”智慧医院，AI 赋能医疗场景。智慧服务和智慧管理是“三位一体”智慧医院建设的重要组成部分，两大评级标准为智慧医院建设提供指引。公司前瞻布局 AI 领域，基于慧康-启真大模型和慧意 GPT 平台，多款产品嵌入医疗场景，部分产品已在浙江省多家大型三甲医院及区域成功进行试点应用，取得了可喜的应用效果。

新增订单同比大幅增长，持续中标新项目，扩大公司竞争优势。公司在智慧医院、公共卫生、区域医疗、医共体/医联体等领域新增客户订单持续增长。2023 上半年，公司新增千万级别订单较去年同期增长 200%，持续扩大了公司的竞争优势，提高了市场占有率。医保领域，公司 2023 上半年新中标了锦州卫健委 DRG 项目；信创领域，公司仅用 2 个月为客户完成迅捷部署，体现公司专业能力。

盈利预测与投资建议：我们认为公司会在保证研发投入的基础上继续加强费用的精细化管理，预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 16.69/19.65/24.45 亿元；归母净利润分别为 1.81/3.53/4.97 亿元；对应 EPS 分别为 0.12/0.23/0.32 元；对应 2023 年 12 月 28 日收盘价 PE 分别为 55.61/28.55/20.28 倍。参考可比公司估值水平，**首次覆盖，给与公司“增持”评级。**

风险因素：行业竞争加剧；医疗信息化项目需求不及预期；应收账款减值风险；商誉减值风险。

正文目录

1 深耕医疗卫生健康领域，转型科技云生态企业	5
1.1 医疗卫生健康信息化领域领先企业.....	5
1.2 与飞利浦战略合作，联合开发新一代 EMR 软件“CTasy”.....	7
1.3 发展“HIT+”生态互融战略，形成“HDAI”生态布局.....	8
1.4 业绩稳步回暖，毛利率水平有望结构性提升.....	11
2 “以评促建”推动行业信息化发展，AI+信创持续赋能	12
2.1 “以评促建”带动行业需求，公司产品实力行业领先.....	12
2.2 加强建设“三位一体”智慧医院，AI 赋能医疗场景.....	16
2.3 中标医保信息化建设项目，快速部署信创项目.....	18
2.4 新增订单大幅增长，打造智慧互联、智慧物联、智慧城市标杆案例.....	20
3 盈利预测与投资建议	22
4 风险提示	23
图表 1: 公司“慧康云”1.0-3.0 战略升级.....	5
图表 2: 公司发展历程.....	5
图表 3: 公司股权结构（截止 2023 年三季度末）.....	7
图表 4: Tasy 的先进性.....	7
图表 5: 公司与飞利浦战略合作的目标及规划.....	8
图表 6: 公司的“HIT+”生态融合战略.....	8
图表 7: 公司的产品战略生态规划.....	9
图表 8: 创业慧康与生态伙伴的合作关系示意图.....	9
图表 9: “HDAI”生态布局：四要素赋能医疗场景形成闭环.....	10
图表 10: 新时期智慧医院系统发展策略.....	10
图表 11: 公司历年营收、利润规模及增速.....	11
图表 12: 公司期间费用率情况.....	11
图表 13: 公司分产品收入结构.....	11
图表 14: 公司分产品毛利率情况.....	11
图表 15: 公司分行业收入结构.....	12
图表 16: 公司分行业毛利率情况.....	12
图表 17: 四个“以评促建”相关政策.....	12
图表 18: 电子病历系统应用水平分级评价标准.....	13
图表 19: 2021-2022 年度中国医院信息化状况调查电子病历系统功能应用水平分级评价不同等级医院对比.....	14
图表 20: 2021-2022 年度中国医院信息化状况调查电子病历系统功能应用水平分级评价不同年度对比.....	14
图表 21: 医院信息互联互通标准化成熟度分级方案.....	15
图表 22: 2021-2022 年度中国医院信息化状况调查医院互联互通标准化成熟度测评情况不同等级医院对比.....	16
图表 23: 2021-2022 年度中国医院信息化状况调查医院互联互通标准化成熟度测评情况不同年度对比.....	16
图表 24: 医院智慧服务分级评估标准体系（试行）.....	16
图表 25: 医院智慧管理分级评估具体要求（试行）.....	17
图表 26: 创业慧康 GPT 聚合网关平台--慧意 GPT.....	17

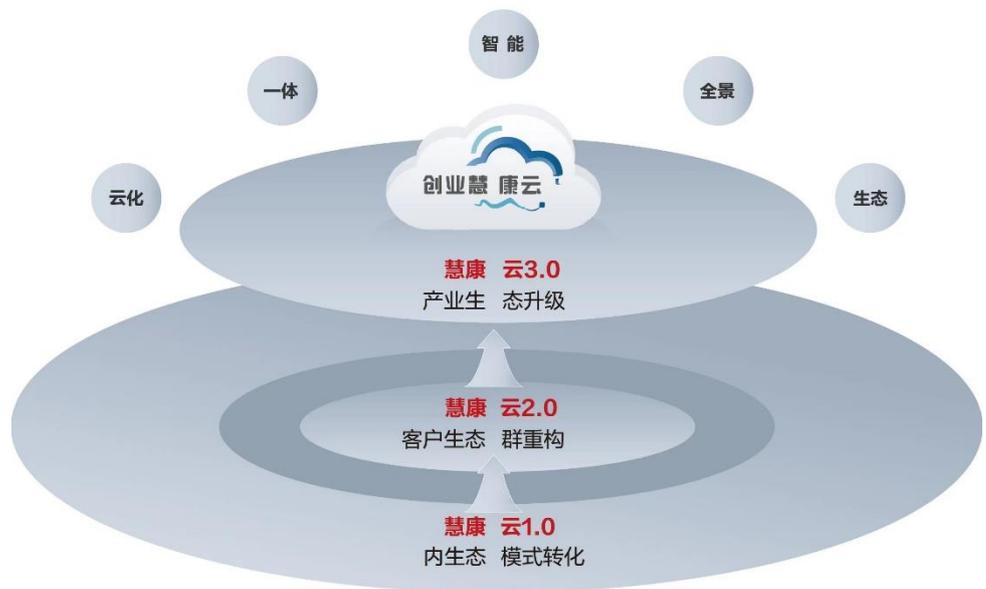
图表 27: 公司在医疗场景嵌入 AI 的部分案例.....	18
图表 28: 公司助力国家医疗保障局信息化建设.....	19
图表 29: 公司信创项目进展情况.....	19
图表 30: 全面健康信息平台架构.....	20
图表 31: 公司智慧中山项目平台.....	21
图表 32: 公司智慧物联平台.....	22
图表 33: 分业务收入预测 (收入单位: 百万元).....	22
图表 34: 可比公司估值.....	23

1 深耕医疗卫生健康领域，转型科技云生态企业

1.1 医疗卫生健康信息化领域领先企业

启动“慧康云”战略转型，专注医疗卫生健康领域信息化服务。创业慧康科技股份有限公司成立于1997年，总部位于杭州，秉持“创造智慧医卫、服务健康事业”的企业宗旨，专注于医疗卫生健康信息化的建设、研发及服务创新，产品涵盖智慧医疗、智慧卫生、医保、健康及养老等各种智慧场景。公司自2021年启动“慧康云”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转型，形成医疗卫生健康信息化行业的云生态价值供应链。

图表1: 公司“慧康云”1.0-3.0战略升级



资料来源：创业慧康小程序，万联证券研究所

积极结合政策导向，拓宽产品及服务生态圈。公司的发展历程可分为起步、推广、开创、发展、展翅、腾飞几个主要阶段。目前，公司结合《“健康中国2030”规划纲要》等新政策导向，在医疗卫生大数据、大健康服务领域积极布局，利用大数据、人工智能、移动互联、物联网、云计算、区块链等先进技术的支撑，在大数据和人工智能关键技术领域持续拓宽产品及服务生态圈。

图表2: 公司发展历程

时间	发展阶段	部分重要事件
1997-2002年 起步	医院管理信息系统开发与推广期	1997年，12月10日公司正式成立 1999年，公司医院信息系统通过卫生部信息化领导小组评审 2001年，被浙江省信息产业厅评为2001年浙江省软件行业十强企业
2003-2008年 推广	医院临床信息系统(CIS)开发与推广期	2003年，顺利研发临床信息系统(CIS) 2003年，开展创新“医院IT整体托管服务” 2004年，公司被认定为2003年国家规划局内重点企业 2008年，公司计算机及信息系统集成资质证书被核定为一级能力
2002-2009年 开创	公共卫生信息化开创期	2002年，与上海市闵行区卫生局签订合同，开启公共卫生新领域 2003年，创业社区卫生服务信息系统通过卫生部评审 2005年，承建上海闵行区卫生信息化项目(卫生部全国区域卫生建设样板单)

		位、卫生部应用居民电子健康档案试点区)
		2005年, 公卫应用软件在江苏苏州市进行示范应用
		2008年, 与江苏省新农合医疗省级信息平台签订合作
		2009年, 中标杭州市卫生局社区卫生服务信息系统项目
2009-2015年	新医改政策后的全面发展期	2009年, 公共卫生信息化产品日趋成熟并在上海闵行、成都新津等地成功实施
		2009年, 公司电子病历产品被评为国家重点新产品
		2011年, 中标珠海区域医疗“一卡通”项目
		2012年, 公司通过CMMI5质量认证软件能力成熟度集成模型五级
		2012年, 中标湖北省基层医疗卫生项目
		2013年, 公司被省政府、省科技厅认定为浙江省重点企业研究院
		2013年, 吴泾医院通过五级电子病历评审, 是国内首批高等级电子病历医院
		2015年, 在深交所成功上市(股票代码300451)
2016-2020年	大健康产业发展期	2016年, 浙江桐乡大数据平台项目上线运行
		2017年, 参与设立浙商产融股权投资基金(总规模300多亿)
		2017年, 参与发起设计浙江大健康产业股权投资基金(首期10亿)
		2018年, 健康中山正式运营, 打造粤港澳大湾区智慧健康生态圈
		2018年, 公司中标福建医科大学附属协和医院1.47亿大数据项目, 创HIT医院单体项目最高中标金额
		2018年, 一体两翼战略推进
		2019年, 中标国家医保局项目, 正式进军医保领域
		2019年, 创业软件正式更名为创业慧康
		2020年, 与华为完成产品互认证, 全面支持系统国产化
		2020年, 荣获2019年度金牛最具投资价值奖
		2020年, 与温州数发集团正式签约, 共建健康温州智慧平台
		2020年, 创业慧康多态智联发布
2021年-至今	开启云化新篇章	2021年, 全面实施云化转型战略
		2021年, 开拓智慧医养信息化业务
		2021年, 中国医学装备协会医院物联网分会首个创新协作中心在公司挂牌成立
		2021年, 助力浙江大学医学院附属妇产科医院、江阴市人民医院通过医院智慧服务3级评估, 为首批通过医院智慧服务等级评估单位
		2021年, 银川慧康互联网医院执业牌照《医疗机构执业许可证》正式获批
		2021年, 基于创业慧康云架构的智慧医院系统在台州医院成功上线
		2022年, 创业慧康成功入选2021浙江省电子信息产业百家重点企业
		2022年, 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圈

资料来源: 创业慧康小程序, 万联证券研究所整理

结合技术发展趋势, 拓宽拓深四大服务板块。随着5G、互联网、物联网、大数据等技术的发展, 公司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“医疗卫生信息化应用软件产品服务”(包括医院信息化应用软件服务和公共卫生信息化应用软件服务)、“医疗卫生互联网应用产品及服务”、“医疗卫生智慧物联网应用产品及服务”和“医疗保障应用产品模块”四大产品服务板块。目前公司拥有八大系列300多个自主研发产品, 营销网络遍及全国30多个省、自治区及直辖市, 全国客户覆盖广泛, 先后承担了国家电子发展基金项目等40多项国家、省、市级重大技术研发项目, 已累计实施医疗卫生信息化建设项目, 公共卫生项目遍及全国370多个区县, 为30万基层医生提供工作平台, 积累约3亿份居民健康档案, 处于医疗卫生信息化行业第一梯队。

1.2 与飞利浦战略合作，联合开发新一代EMR软件“CTasy”

公司变更为无控股股东及无实际控制人。2022年5月12日，公司与飞利浦（中国）投资有限公司宣布建立战略合作伙伴关系，飞利浦（中国）通过与公司现有股东的股份转让协议持有部分股权。截止2023年三季度末，公司第一大股东葛航先生与公司第二大股东飞利浦（中国）投资有限公司拥有公司表决权的股份比例较为接近，其他股东持股比例较为分散。由于无任何单一股东能控制公司股东大会，无任何单一股东依其可实际支配的上市公司股份表决权足以对公司股东大会的决议产生重大影响，因此公司的控股股东、实际控制人由葛航先生变更为无控股股东及无实际控制人。

图表3: 公司股权结构（截止 2023 年三季度末）



资料来源：公司公告，万联证券研究所

联合开发新一代EMR软件—CTasy。在公司与飞利浦达成战略合作后，双方2022年8月7日召开联合在线发布会，宣布将基于飞利浦全球领先的EMR系统Tasy，协同本地化开发新一代EMR软件—CTasy。飞利浦是全球领先的医疗健康IT公司之一，在结构化临床数据库、影像流程管理、智能图像存储及后处理、精准诊断辅助决策、患者数据中央站、慢病管理、家庭护理等各个临床场景，拥有丰富的数字化和信息学解决方案。其EMR软件系统Tasy是一个全院级的集成信息系统，跨各个关怀场景，涵盖临床、运营和管理流程。先进的临床分析工具可以简化工作流程，提高护理质量和效率，保障患者安全。CTasy将延续Tasy在一体化、临床辅助、临床专科、灵活配置等方面的创新优势，在此基础上，双方还结合实际需求对CTasy进行本地化开发，促进我国医院高质量发展。

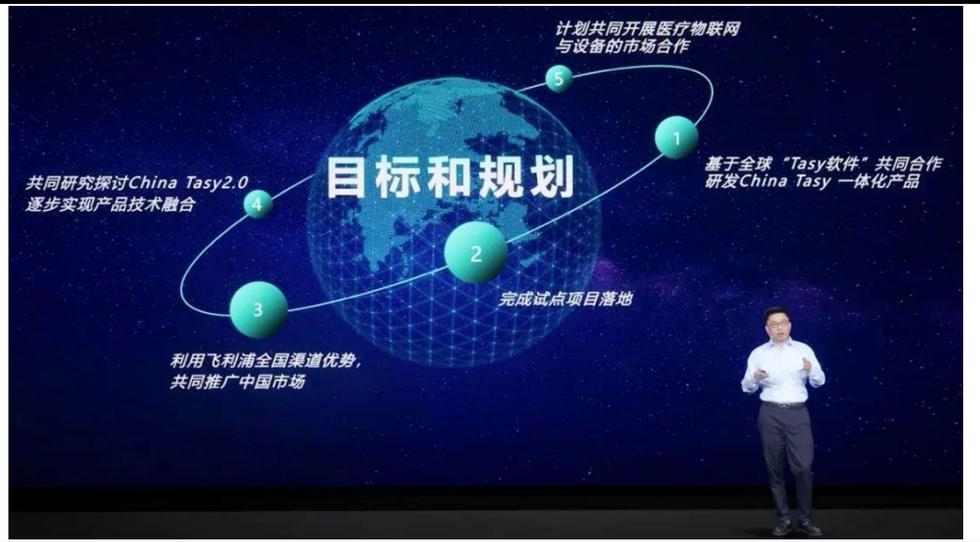
图表4: Tasy 的先进性



资料来源：公司官微，万联证券研究所

持续深化与飞利浦合作，提高市场竞争力。目前，公司与飞利浦共同研发的CTasy1.0版本电子病历产品稳步推进，其中CTasy门诊流程版本已开发完成，急诊、住院流程版本也正在进行开发，并且CTasy已在进行试点项目的接洽和规划。除CTasy外，公司的医疗信息化产品未来还将配合飞利浦的Smart ICU、百万像素影像链的“双百CT”、1024高清靶扫等技术，形成更强的医院整体方案解决能力，提升市场竞争力。

图表5: 公司与飞利浦战略合作的目标及规划

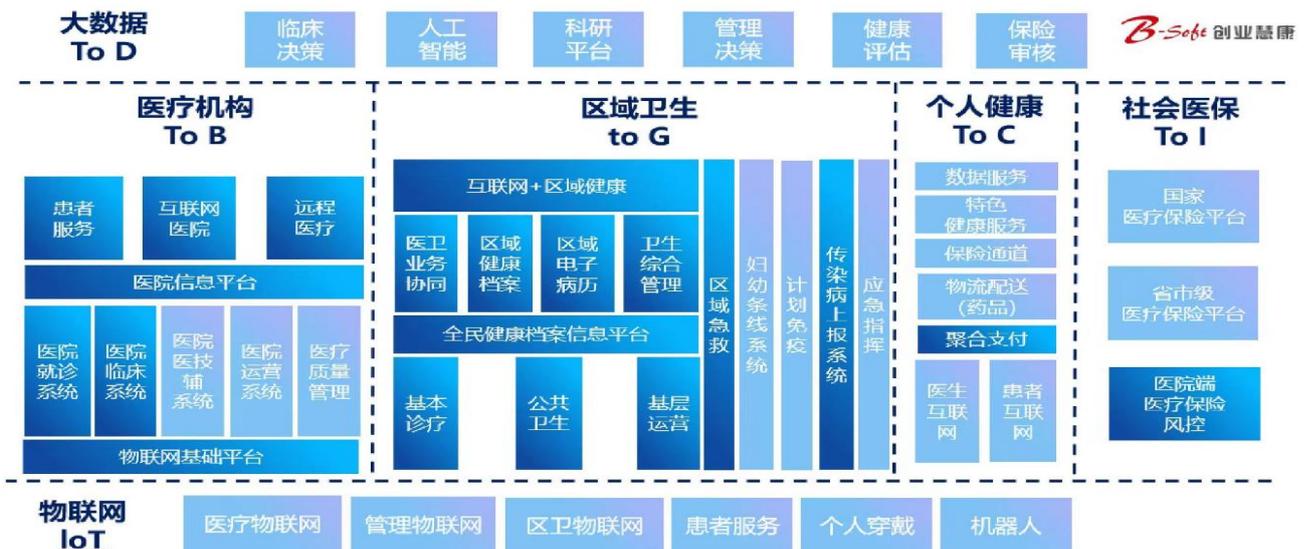


资料来源: 公司官微, 万联证券研究所

1.3 发展“HIT+”生态互融战略，形成“HDAI”生态布局

从HIT到HIT+，启动生态融合战略。目前公司所处的行业正从医疗卫生信息化时代（Healthcare Information Technology, HIT）走向医疗智能化时代（Healthcare Intelligence Technology, HIT+）。公司结合行业发展方向，启动“生态融合战略”，推进“HIT+”生态合作的建设。未来HIS厂商的竞争将从单一HIS产品的竞争变成整体解决方案的竞争，即生态的竞争。

图表6: 公司的“HIT+”生态融合战略



资料来源: 创业慧康小程序, 万联证券研究所

把握智慧医卫市场潜在需求，发挥强大的医疗场景嵌入能力。公司将生态合作伙伴的

优势产品与自身产品有机结合、嵌入，预构一系列全新的创业慧康医疗卫生信息化整体解决方案及产品，进行统一交付。

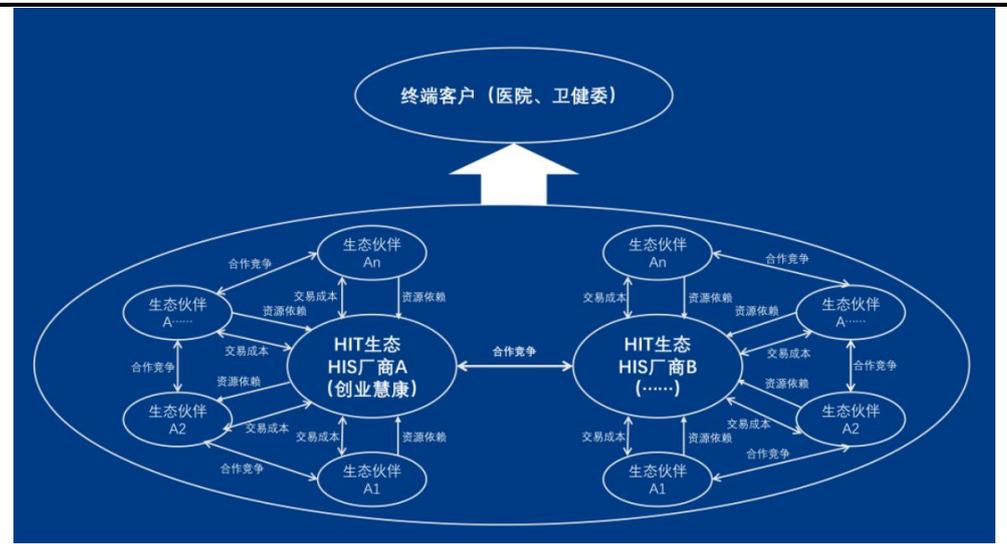
图表7: 公司的产品战略生态规划



资料来源: 创业慧康小程序, 万联证券研究所

在全新的“生态互融战略”下, 公司与生态伙伴的合作将不仅仅局限于偶发项目或松散组合。融合方案将由双方技术人员进行底层技术深度研发及全面测试, 为医疗卫生机构提供更智慧更全面的解决策略, 为后期的项目上线及使用效果提供坚实保障。

图表8: 创业慧康与生态伙伴的合作关系示意图

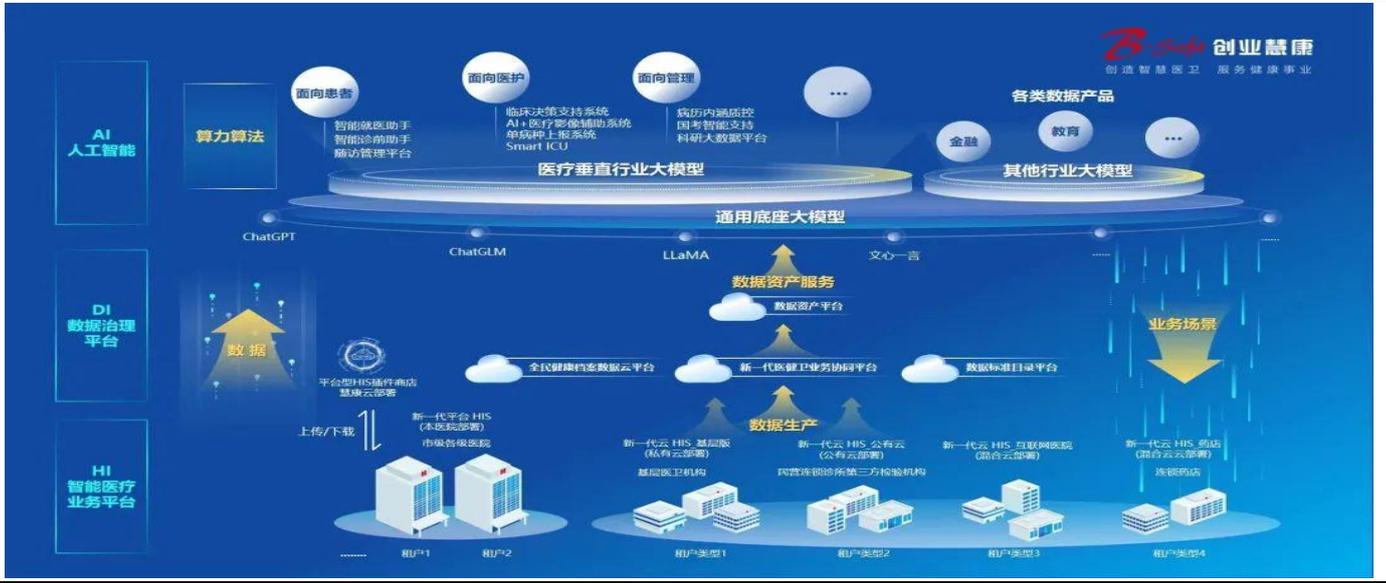


资料来源: 创业慧康小程序, 万联证券研究所

四要素形成闭环驱动HIT+的医疗时代变革, 构建“HDAI”生态布局。公司紧扣《“十四五”全民健康信息化规划》的精神, 积极构建健康医疗大数据资源要素体系, 以“HDAI”生态布局迎接医疗信息智能**四要素**: 公司以新一代平台HIS(Hi-HIS)和新一代云HIS系统构建集约化大系统, 实现临床一体化, 线上线下一体化, 多机构、多院区一体化。同时通过基础数据配置和系统插件的个性化配置, 实现各个医院机构的业务创新; **DI要素**: 基于数据标准目录平台建立全域通用的数据标准化体系, 通过统一的数据标准将各业务系统产生的数据进行转换, 从而确保数据的准确性和一致

性。数据标准目录平台、医院信息化平台和业务协同平台的数据共同汇聚、构建了全景全量、统一、高质量的医疗全民健康档案平台。全民健康档案平台整合个人健康管理数据以及第三方生态产业链的健康数据，并经过精心的数据治理，最终形成了高价值的数字资产平台，为AI算法和大模型的训练提供高质量、丰富的数据资源；AI要素：公司利用数据资产结合通用底座大模型，训练面向医疗的垂直行业大模型；同时，打造全方位的场景嵌入式AI+产品，反哺各个医疗场景，形成服务闭环。

图表9: “HDAI”生态布局: 四要素赋能医疗场景形成闭环



资料来源: 公司官微, 万联证券研究所

平台型HIS系统Hi-HIS满足大型医疗集团业务需求，项目持续签订、交付。Hi-HIS采用一体化设计，按照高内聚、低耦合原则，构建全数字化的医院业务流程。实现功能一体化、数据一体化，为基础业务提供支撑、为系统集成提供主干、为数据中心提供载体。Hi-HIS注重多组织架构、流程调整、业务整合与协同、决策预警、战略管控，能够实现医院内部业务一体，外部医卫健一体以及支持集团管理的上下一体。目前，Hi-HIS已累计签订22个项目，订单总金额约为3.46亿，2023上半年完成了5个项目的交付，同比大幅提高。

图表10: 新时期智慧医院系统发展策略

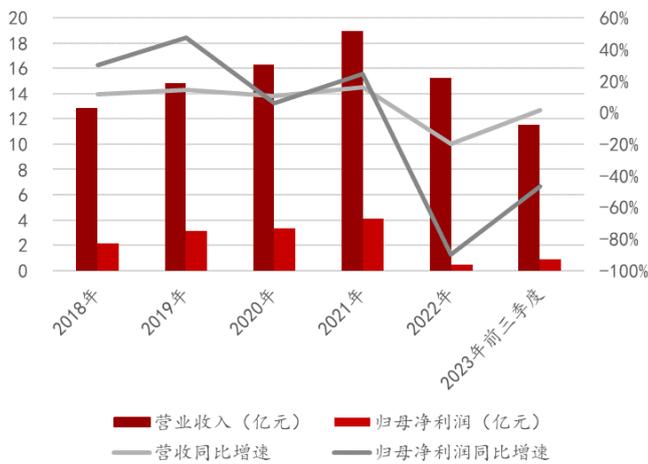


资料来源: 创业慧康小程序, 万联证券研究所

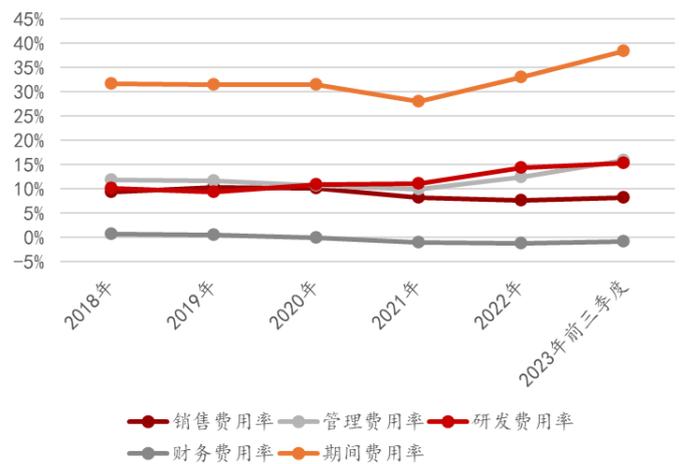
1.4 业绩稳步回暖，毛利率水平有望结构性提升

业绩逐步回暖，持续加强费用管理。公司2018-2021年营收均保持10%-15%的稳健增长，2022年受宏观环境影响收入规模收缩。2023年前三季度，公司实现营业收入11.57亿元，同比略微增长1.61%，其中2023Q3的收入增速已经恢复至26.34%；实现归母净利润0.91亿元，同比下滑46.54%，其中2023Q3的归母净利润下滑幅度显著收窄。费用方面，公司在保持较高研发投入的基础上加强整体费用管理，年度费用率水平基本平稳，2023年前三季度费用率水平偏高主要是由于四季度为公司收入的主要确认周期。研发方面，公司积极开展研究院的建设工作，除在总部杭州外，还在上海、北京、深圳、武汉设立了四个研究院，拥有一批技术水平领先的研发人才。

图表11: 公司历年营收、利润规模及增速



图表12: 公司期间费用率情况



资料来源: iFinD、公司公告, 万联证券研究所

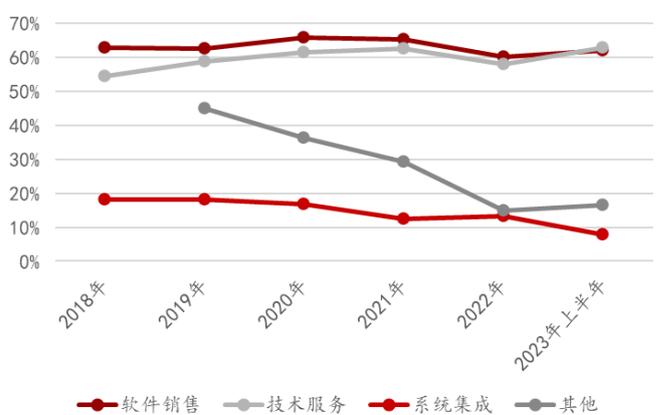
资料来源: iFinD、公司公告, 万联证券研究所

软件销售和技术服务贡献主要收入，且毛利率水平较高。分产品看，公司的收入主要可以分为软件销售、技术服务、系统集成和其他业务四类。其中，软件销售和技术服务产品毛利率水平较高，在60%左右；系统集成业务毛利率较低，在10%左右。2023上半年，软件销售/技术服务/系统集成/其他业务产品占总营收的比例分别为40.78%/38.12%/10.33%/10.77%。

图表13: 公司分产品收入结构



图表14: 公司分产品毛利率情况



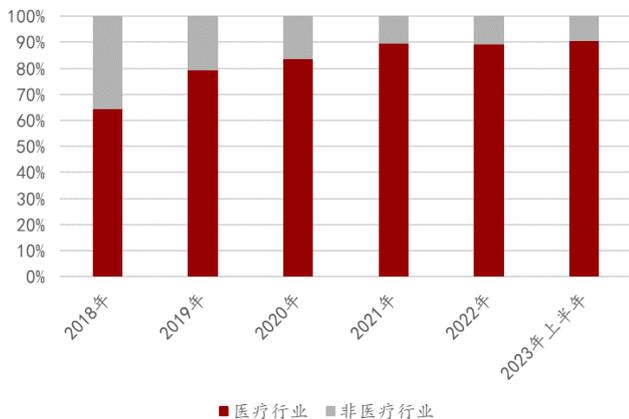
资料来源: iFinD、公司公告, 万联证券研究所

资料来源: iFinD、公司公告, 万联证券研究所

医疗行业收入占比持续提升，带动毛利率水平结构性增长。分行业看，公司医疗行业的收入占比持续提升，由2018年的64.45%提升至2022年89.16%。2023上半年，医疗行业贡献的收入比重为90.55%，超过90%。由于公司医疗行业的毛利率水平高于非医疗

行业，在各行业毛利率水平基本稳定的基础上，随着公司医疗行业收入占比的提升，公司整体的毛利率水平也将受结构性影响有所提升。

图表15: 公司分行业收入结构



图表16: 公司分行业毛利率情况



资料来源: iFind、公司公告, 万联证券研究所

资料来源: iFind、公司公告, 万联证券研究所

2 “以评促建”推动行业信息化发展, AI+信创持续赋能

2.1 “以评促建”带动行业需求, 公司产品实力行业领先

四大评级政策催化医疗行业信息化建设需求。“以评促建”项目是当前医疗信息化建设需求的核心来源, 主要涉及“电子病历系统应用水平分级评价”、“医院信息互联互通标准化成熟度测评”、“医院智慧服务分级评估”以及“医院智慧管理分级评估”四个考核评估政策。

图表17: 四个“以评促建”相关政策

时间	政策名称	目标及要求
2018/12/19	《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》	地方各级卫生健康行政部门要加大工作力度, 组织辖区内有关医疗机构持续推进电子病历信息化建设, 提高医疗服务、管理信息化水平。地方各级卫生健康行政部门要组织辖区内二级以上医院按时参加电子病历系统功能应用水平分级评价。到 2019 年, 所有三级医院要达到分级评价 3 级以上; 到 2020 年, 所有三级医院要达到分级评价 4 级以上, 二级医院要达到分级评价 3 级以上。卫健卫将对每年度电子病历应用水平分级评价情况进行通报。
2019/3/18	《国家卫生健康委统计信息中心关于印发医院信息互联互通标准化成熟度测评方案(2020 年版)的通知》	建立完善医院智慧服务现状评估和持续改进体系, 评估医院开展的智慧服务水平。明确医院各等级智慧服务应当实现的功能, 为医院建设智慧服务信息系统提供指南, 指导医院科学、合理、有序地开发、应用智慧服务信息系统。引导医院沿着功能实用、信息共享、服务智能的方向, 建设完善智慧服务信息系统, 使之成为改善患者就医体验、开展全生命周期健康管理的有效工具。
2020/8/6	《国家卫生健康委办公厅关于印发医院智慧服务分级评估标准体系(试行)的通知》	明确了区域测评工作的原则、依据、方法、测评管理及流程, 明确了测评内容、等级评定及指标体系, 特别是结合近几年区域全民健康信息化建设新需求、新技术应用情况, 在 2017 年版的基础上, 强化了分级管理机构职责, 明确建立定量测试和定性评价两支专家队伍, 修订了测评流程, 补充完善了测评指标, 提升了测评方案的科学性和指导性, 以更好地服务于全民健康信息化建设。

2021/3/17 《国家卫生健康委办公厅关于印发医院智慧管理分级评估标准体系（试行）的通知》 明确医院智慧管理各级别实现的功能，为医院加强智慧管理相关工作提供参照。指导各地、各医院评估医院智慧管理建设发展现状，建立医院智慧管理持续改进体系。完善“三位一体”智慧医院建设的顶层设计，使之成为提升医院现代化管理水平的有效工具。

资料来源：中国政府网、医政司，万联证券研究所

“十四五”规划催化电子病历建设刚性需求。电子病历系统应用水平划分为0-8级共9个等级，仍然为当前医疗行业信息化建设的核心。根据2022年11月发布的《“十四五”全民健康信息化规划》，目标到2025年初步建设形成统一权威、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。完成这一目标，需要二级、三级医院的电子病历等级分别达到4级、5级及以上的水平。而根据2021年9月发布的《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，离“十四五”规划的发展目标尚有较大提升空间。

图表18: 电子病历系统应用水平分级评价标准

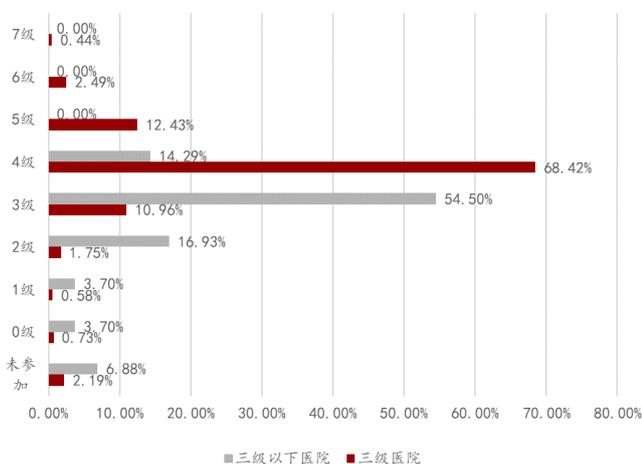
等级	分级要求
0级	未形成电子病历系统 局部要求：无。医疗过程中的信息由手工处理，未使用计算机系统。 整体要求：全院范围内使用计算机系统进行处理的信息业务少于3个。
1级	独立医疗信息系统建立 局部要求：使用计算机系统处理医疗业务数据，所使用的软件系统可以是通用或专用软件，可以是单机版独立运行的系统。 整体要求：住院医师、检查、住院药品的信息处理使用计算机系统，并能够通过移动存储设备、复制文件等方式将数据导出供后续应用处理。
2级	医疗信息部门内部交换 局部要求：在医疗业务部门建立了内部共享的信息处理系统，业务信息可以通过网络在部门内部共享并进行处理。 整体要求：住院、检查、检验、住院药品等至少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；部门内有统一的医疗数据字典。
3级	部门间数据交换 局部要求：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。 整体要求：实现医嘱、检查、检验、住院药品、门诊药品、护理至少两类医疗信息跨部门的数据共享；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 局部要求：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1项基于基础字典与系统数据关联的检查功能。 整体要求：实现病人就医流程信息（包括用药、检查、检验、护理、治疗、手术等处理）的信息在全院范围内安全共享；实现药品配伍、相互作用自动审核，合理用药监测等功能。
5级	统一数据管理，中级医疗决策支持 局部要求：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。 整体要求：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；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；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。

6级	全流程医疗数据闭环管理，高级医疗决策支持	<p>局部要求：各个医疗业务项目均具备过程数据采集、记录与共享功能。能够展现全流程状态。能够依据知识库对本环节提供实时数据核查、提示与管控功能。</p> <p>整体要求：检查、检验、治疗、手术、输血、护理等实现全流程数据跟踪与闭环管理，并依据知识库实现全流程实时数据核查与管控；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联的医疗各阶段知识内容），能够提供高级别医疗决策支持。</p>
7级	医疗安全质量管控，区域医疗信息共享	<p>局部要求：全面利用医疗信息进行本部门医疗安全与质量管控。能够共享本医疗机构外的病人医疗信息，进行诊疗联动。</p> <p>整体要求：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；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；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。</p>
8级	健康信息整合，医疗安全质量持续提升	<p>局部要求：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。</p> <p>整体要求：全面整合医疗、公共卫生、健康监测等信息，完成整合型医疗服务；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。</p>

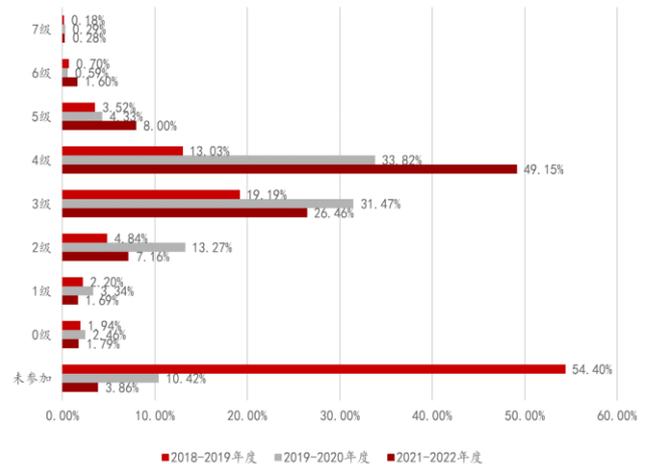
资料来源：中国政府网、万联证券研究所整理

三级医院电子病历等级较高，整体仍有较大发展空间。根据CHIMA年度调查报告中的数据统计，2021-2022年电子病历系统功能应用水平分级评价中三级医院的平均级别为4.00级，三级以下医院平均级别为2.77级。对比往年的数据，参与电子病历系统功能应用水平分级的医院逐年增加，且参评等级逐年提高，体现了医院电子病历系统功能的逐渐成熟。2021-2022年，医院电子病历系统功能应用水平分级占比第一位是4级水平，为49.15%；其次是3级水平，为26.46%；4级以上的医院仅占9.89%，相较于“十四五”规划的发展目标，整体仍然有较大的发展空间。

图表19: 2021-2022年度中国医院信息化状况调查电子病历系统功能应用水平分级评价不同等级医院对比



图表20: 2021-2022年度中国医院信息化状况调查电子病历系统功能应用水平分级评价不同年度对比



资料来源：CHIMA，万联证券研究所

资料来源：CHIMA，万联证券研究所

公司助力多家医院通过5级以上电子病历分级评价，位列行业领先水平。2023上半年，公司已助力7家医院用户通过2022年度电子病历系统功能应用水平分级评价高等级（五级及以上）评审，其中更有两家医院通过2022年六级电子病历分级评价，位居行业领先水平。

以电子病历建设为基础，提升互联互通成熟度。医院信息互联互通测评的应用效果评价分为7个等级，由低到高依次为一级、二级、三级、四级乙等、四级甲等、五级乙等、五级甲等，每个等级的要求由低到高逐级覆盖累加，即较高等级包含较低等级的全部要求。

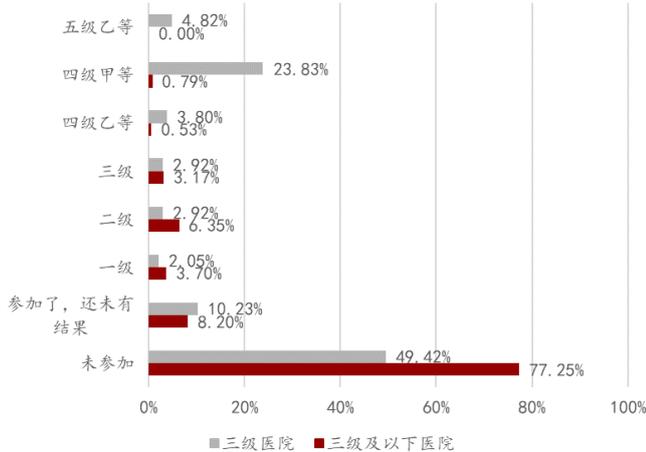
图表21: 医院信息互联互通标准化成熟度分级方案

等级	分级要求
一级	部署医院信息管理系统，住院部分电子病历数据符合国家标准。
二级	部署医院信息管理系统，门（急）诊部分电子病历数据符合国家标准。
三级	实现电子病历数据整合；建成独立的电子病历共享文档库，住院部分电子病历共享文档符合国家标准；实现符合标准要求的文档注册、查询服务；公众服务应用功能数量不少于3个；连通的外部机构数量不少于3个。
四级乙等	门（急）诊部分电子病历共享文档符合国家标准；实现符合标准要求的个人、医疗卫生人员、医疗卫生机构注册、查询服务；在医院信息整合的基础上，实现公众服务应用功能数量不少于11个、医疗服务应用功能数量不少于5个、卫生管理应用功能数量不少于10个；连通的业务系统数量不少于15个；连通的外部机构数量不少于3个。
四级甲等	建成较完善的基于电子病历的医院信息平台；建成基于平台的独立临床信息数据库；基于平台实现符合标准要求的交互服务，增加对就诊、医嘱、申请单和部分状态信息交互服务的支持；基于医院信息平台，实现公众服务应用功能数量不少于17个、医疗服务应用功能数量不少于14个、卫生管理应用功能数量不少于17个；提供互联网诊疗服务，开始临床知识库建设，在卫生管理方面提供较为丰富的辅助决策支持；连通的业务系统数量不少于31个；连通的外部机构数量不少于5个。
五级乙等	法定医学报告及健康体检部分共享文档符合国家标准；增加对预约、术语、状态信息交互服务的支持；平台实现院内术语和字典的统一，实现与上级平台基于共享文档形式的交互；实现公众服务应用功能数量不少于27个、医疗服务应用功能数量不少于30个；提供较为完善的互联网诊疗服务，初步实现基于平台的临床决策支持、闭环管理、大数据应用；平台初步实现与上级信息平台的互联互通；连通的外部机构数量不少于7个。
五级甲等	通过医院信息平台能够与上级平台进行丰富的交互，实现医院与上级术语和字典的统一；基于平台提供较为完善的临床决策支持、闭环管理，实现丰富的人工智能和大数据应用。平台实现丰富的跨机构的业务协同和互联互通应用；连通的外部机构数量不少于9个。

资料来源：医政司，万联证券研究所整理

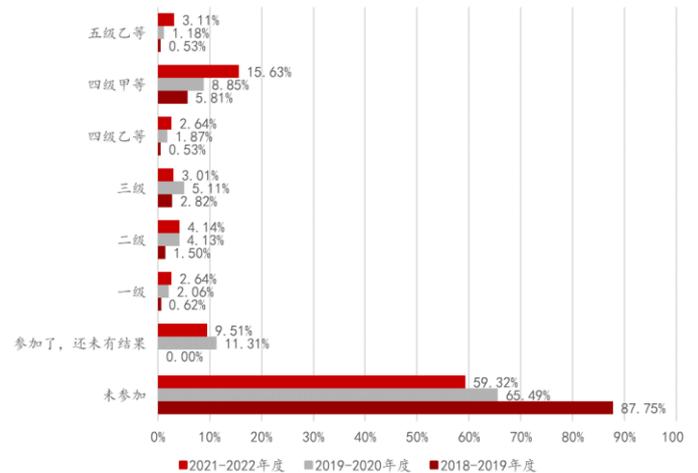
三级医院医院信息标准化建设的水平更高，仍有较多医院未参与测评。根据CHIMA年度调研报告中的数据统计，2021-2022年三级医院互联互通标准化成熟度明显高于三级以下医院，且多集中在四级甲等；2021-2022年参与调查的通过测评的医院大多分布在四级甲等，占比为15.63%。同时，通过医院互联互通标准化成熟度五级乙等测评的医院全部为三级医院，反映出三级医院信息化建设的标准化程度更高。与过去年度数据对比，参与互联互通成熟度测评的医院逐年增加，且四级甲等的占比逐年提高。四级乙等及以上等级的医院比例从2018-2019年的7.31%上升至2019-2020年的11.90%，再上升到2021-2022年的21.27%。2022年仍然有接近60%的医院未参与测评，说明医院在互联互通标准化成熟度上仍然需要大力提升。2022年，创业慧康四乙及以上医院互联互通项目有15家通过评审，此外，截至2022年公司累计有37家通过五乙及以上医院互联互通评审，位列行业领先水平。

图表22: 2021-2022 年度中国医院信息化状况调查医院互联互通标准化成熟度测评情况不同等级医院对比



资料来源: CHIMA, 万联证券研究所

图表23: 2021-2022 年度中国医院信息化状况调查医院互联互通标准化成熟度测评情况不同年度对比



资料来源: CHIMA, 万联证券研究所

2.2 加强建设“三位一体”智慧医院, AI 赋能医疗场景

建立医院智慧服务分级评估标准。2021年5月,《国务院办公厅关于推动公立医院高质量发展的意见》中提出要推进电子病历、智慧服务、智慧管理“三位一体”的智慧医院建设和医院信息标准化建设。根据《公立医院高质量发展促进行动(2021-2025年)》,要求到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。医院智慧服务是智慧医院建设的重要内容,是指医院针对患者的医疗服务需要,应用信息技术改善患者就医体验,加强患者信息互联共享,提升医疗服务智慧化水平的新时代服务模式。医院智慧服务分级评估标准体系能够为医院提供智慧服务提供指引,为建立智慧医院奠定基础。

图表24: 医院智慧服务分级评估标准体系(试行)

等级	分级要求
0 级	医院没有或极少应用信息化手段为患者提供服务。医院未建立患者服务信息系统;或者在挂号、收费、检查、检验、入出院、药事服务等环节中,面向患者提供信息化服务少于3个。患者能够通过信息化手段获取的医疗服务信息较少。
1 级	医院应用信息化手段为门急诊或住院患者提供部分服务。医院建立服务患者的信息系统,应用信息化手段对医疗服务流程进行部分优化,在挂号、收费、检查、检验、入出院、药事服务等环节中,至少有3个以上的环节能够面向患者提供信息化服务,患者就医体验有所提升。
2 级	医院内部的智慧服务初步建立。医院应用信息系统进一步优化医疗服务流程,能够为患者提供智慧导医分诊、分时段预约、检查检验集中预约和结果推送、在线支付、床旁结算、生活保障等智慧服务,患者能够便捷地获取医疗服务相关信息。
3 级	联通医院内外的智慧服务初步建立。电子病历的部分信息通过互联网在医院内外进行实时共享,部分诊疗信息可以在院外进行处理,并与院内电子病历信息系统实时交互。初步建立院内院外、线上线下一体化的医疗服务流程。
4 级	医院智慧服务基本建立。患者医疗信息在一定区域内实现互联互通,医院能够为患者提供全流程的个性化、智能化服务,患者就诊更加便利。
5 级	基于医院的智慧医疗健康服务基本建立。患者在一定区域内的医院、基层医疗机构以及居家产生的医疗健康信息能够互联互通,医院能够联合其他医疗机构,为患者提供全生命周期、精准化的智慧医疗健康服务。

资料来源: 医政司, 万联证券研究所整理

医院智慧管理是“三位一体”智慧医院建设的重要组成部分。《医院智慧管理分级评估标准体系（试行）》为各地、各医院加强智慧医院建设的顶层设计，充分利用智慧管理工具，提升医院管理精细化、智能化水平给出指引。目前，公司的部分客户已经以智慧服务和智慧管理的5级标准为目标，积极参与到智慧医院的建设中。

图表25: 医院智慧管理分级评估具体要求（试行）

等级	分级要求
0级	无医院管理信息系统。手工处理医院管理过程中的各种信息，未使用信息系统。
1级	开始运用信息化手段开展医院管理。使用信息系统处理医院管理的有关数据，所使用的软件为通用或专用软件，但不具备数据交换共享功能。
2级	初步建立具备数据共享功能的医院管理信息系统。在管理部门内部建立信息处理系统，数据可以通过网络在部门内部各岗位之间共享并进行处理。
3级	依托医院管理信息系统实现初级业务联动。管理部门之间可以通过网络传送数据，并采用任意方式（如界面集成、调用信息系统数据等）获得本部门之外所需的数据。本部门信息系统的数据可供其他部门共享使用，信息系统能够依据基础字典库进行数据交换。
4级	依托医院管理信息系统实现中级业务联动。通过数据接口方式实现医院管理、医疗、护理、患者服务等主要管理系统（如会计、收费、医嘱等系统）数据交换。管理流程中，信息系统实现至少1项业务数据的核对与关联检查功能。
5级	初步建立医院智慧管理信息系统，实现高级业务联动与管理决策支持功能。各管理部门能够利用院内的医疗、护理、患者服务、运营管理等系统，完成业务处理、数据核对、流程管理等医院精细化管理工作。建立医院智慧管理数据库，具备管理指标自动生成、管理信息集成展示、管理工作自动提示等管理决策支持功能。

资料来源：医政司，万联证券研究所整理

公司前瞻布局AI领域，慧意GPT聚焦打造GPT的聚合平台。公司的GPT聚合网关平台——慧意GPT通过专线API路由，在线调用第三方GPT接口，结合本地部署的Embedding库、开源GPT模型（自建或第三方建设）以及公司自有的领域知识库，向内外部应用提供统一的服务，全方位赋能公司产品 and 业务。慧意GPT还将建设租户管理、模型管理、数据应用、平台管理等功能，打造创业慧康自己的AI能力中台。

图表26: 创业慧康 GPT 聚合网关平台——慧意 GPT

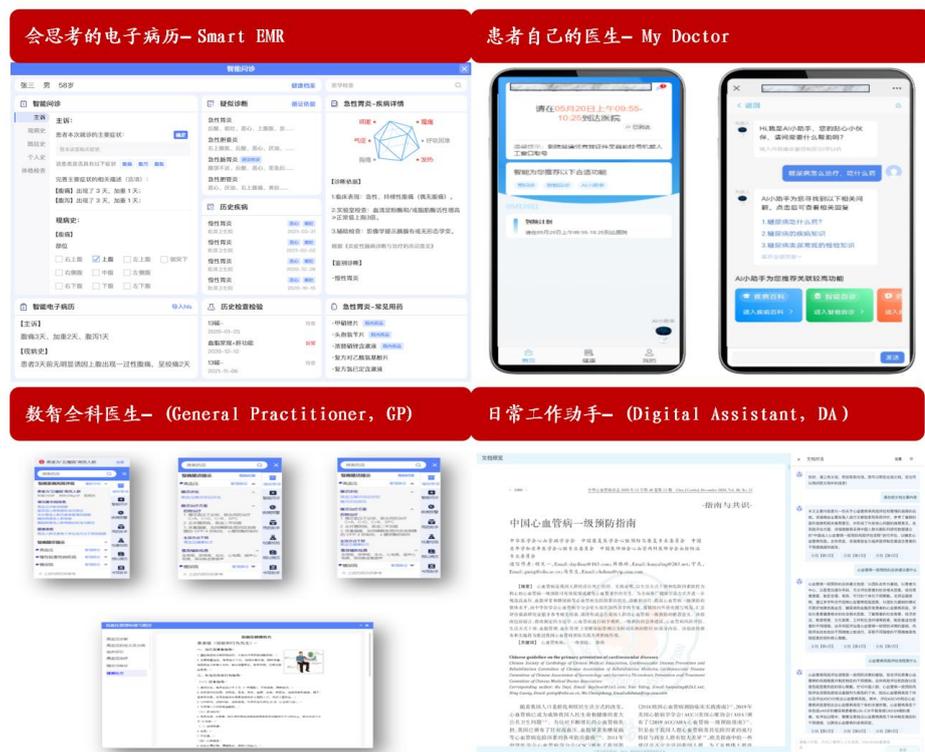


资料来源：公司官微，万联证券研究所

公司位于AI融合应用层，积累了丰富的AI+医疗业务场景。公司不仅可以自研AI+医疗产品，更可以利用合作伙伴的生态拓展，融合优秀的AI+医疗算法和模型形成整体解决方案。例如，在与浙江大学计算机创新技术研究院签订三方战略合作协议后，公司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；也可基于知识库进行大模型的轻量化及适配化，完成对不同场景及硬件条件的模型部署。双方共同推动AI大模型在临床医疗、公共卫生、个人健康等场景中的研究与开发，以重构医疗业务场景。慧康-启真大模型实现了从6B(60亿)到13B(130亿)大模型的训练及微调，可针对不同产品场景提供不同大小的模型，提供离线及在线部署方式，在扩充边缘AI支持的品类的同时，打通从云到边的AI全链路。目前，慧康-启真大模型训练的数据量已达到13万多药品知识及药品说明书、1万多项疾病知识、2万多份指南文档、4千多项手术知识内容、2千多项检查检验知识、2千多份评估表内容以及百万级的医患问答数据。

基于慧康-启真大模型和慧意GPT平台，多款产品嵌入医疗场景。具体包括会思考的电子病历Smart EMR、患者自己的医生My Doctor、数智全科医生(General Practitioner, GP)、日常工作助手(Digital Assistant, DA)、融合了AI大模型的新一代医卫产品基座--慧易低代码平台CodeEase等。部分产品已在浙江省多家大型三甲医院及区域成功进行试点应用，取得了可喜的应用效果。在实际应用中，通过流程内嵌式的智能服务，极大提升了临床工作效率和患者服务质量，并积累了大量院内知识库数据。

图表27: 公司在医疗场景嵌入 AI 的部分案例



资料来源: 公司官微, 万联证券研究所整理

2.3 中标医保信息化建设项目，快速部署信创项目

研发多个医保信息化产品，持续中标多个项目。自公司进军医保领域以来，先是中标了国家医疗保障局的医疗保障信息平台建设工程业务应用软件采购项目第8包，由基础信息管理系统、应用支撑平台子系统以及医保业务基础子系统构成，为所有医保业务提供支撑，是平台的核心。之后公司又参与了河北、天津、甘肃等十多个省市地区医保信息平台系统建设和服务，以及浙江省、江苏省、新疆、甘肃省等多个DRG/DIP系统建设。依托国家、省市医保项目经验和建设能力，公司积极配合医疗体制改革发

展需要，支撑DRG/DIP支付方式改革、医保经办服务下沉、基层医疗机构高质量发展等政策落实，2023上半年，公司又新中标了锦州卫健委DRG项目。

图表28: 公司助力国家医疗保障局信息化建设



资料来源：创业慧康小程序，万联证券研究所

深度布局信创生态，迅捷交付信创项目。公司早在2018年便着手布局信创生态，已完成了对慧康云架构新产品的全面覆盖，涵盖硬件服务器，数据库，中间件和操作系统，如鲲鹏、飞腾、龙芯、海光、Gauss、达梦、南大通用、中标、银河麒麟、统信、Euler、东方通等，并获250余份适配认证证书。公司近期助力客户快速完成了基于“信创”的医疗信息化系统的上线部署，从召开项目会议到基本完成仅用时2个月，体现了公司工程团队的专业、高效。

图表29: 公司信创项目进展情况



资料来源：公司官微，万联证券研究所

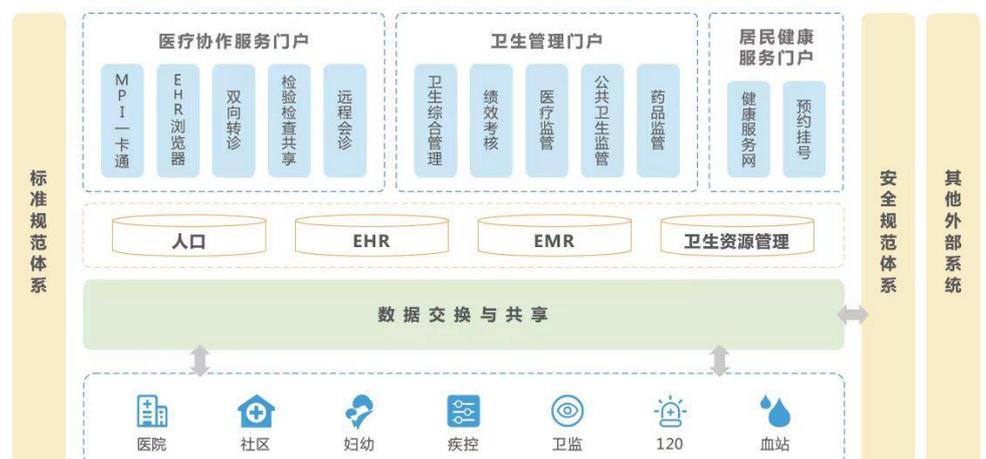
该项目由公司进行全面的信创国产化改造和关键系统升级，涉及4家二级医院、17个乡镇卫生院、200多个村卫生室。该项目中，4家二级医院上线创业慧康升级版HIS系统，在乡镇卫生院/村卫生室的系统建设中引入慧康云架构，采用了全新产品—集中部署云HIS系统，上线基于微服务架构的全结构化电子病历系统Hi-EMR，全面满足省基层信息化提档升级建设规范及医院的业务发展需求。该智慧医疗信息化项目采用了银河麒麟V10操作系统、国产达梦数据库DM8、东方通中间件Tongweb V7.0以及清华同方客户端。在该信创环境下，公司新一代Hi-EMR、区域云HIS产品、健康档案、家庭医生等核心业务系统均稳定运行。目前，公司还有多个信创项目正在部署推进。

2.4 新增订单大幅增长，打造智慧互联、智慧物联、智慧城市标杆案例

新增订单同比大幅增长，扩大公司竞争优势。公司在智慧医院、公共卫生、区域医疗、医共体/医联体等领域新增客户订单持续增长。2023上半年，公司新增千万级别订单较去年同期增长200%，持续扩大了公司的竞争优势，提高了市场占有率。在公共卫生信息化应用软件服务领域，公司以各地人口健康需求为导向，参照国家卫健委人口健康信息“46321”工程要求，构建完备的智慧卫生解决方案，帮助各地政府建设区域卫生信息化服务体系，重点实现卫生计生一网覆盖、居民电子健康一卡通、健康信息资源统一融合；实现人口全覆盖、生命全过程、中西医并重、工作全天候的全民医疗健康信息服务体制；建设健康医疗大数据分析应用体系，促进各地卫生管理水平提升；运营发展居民个性化医疗服务，支撑创新智能医疗业态和运行模式，推进实现预防、治疗、康复和健康管理的一体化。经过在区域卫生信息化领域近20年的发展，公司致力于落实国家新医改任务，不断提高跨机构、跨地域健康信息交互共享、医疗服务协同水平和信息惠民成效。与此同时，公司全面助力各区域开展国家医疗健康信息互联互通标准化成熟度测评，并协助多个区域通过互联互通标准化成熟度评测。

公司智慧互联业务持续推进，建设城市全民健康信息化服务体系。公司积极响应国家促进“互联网+医疗健康”发展的意见，以创新、互联、融合、开放、共享的发展理念，坚持新时期卫生与健康工作方针，以保障城市人民健康为出发点，以提高人民群众医疗服务获得感为目标，建设城市全民健康信息化服务体系，推动政府健康医疗信息系统和公众健康医疗数据互联融合、开放共享，构建“互联网+医疗健康”的新型服务模式，为深化医药卫生体制改革、推动全生命周期健康管理和建设智慧高效的医疗卫生服务体系提供强大动力。公司全面健康信息平台通过国家卫健委区域卫生信息互联互通标准化成熟度等级测评4A，公司承建的杭州市卫生信息平台项目是国内首个通过4A的地市级城市。

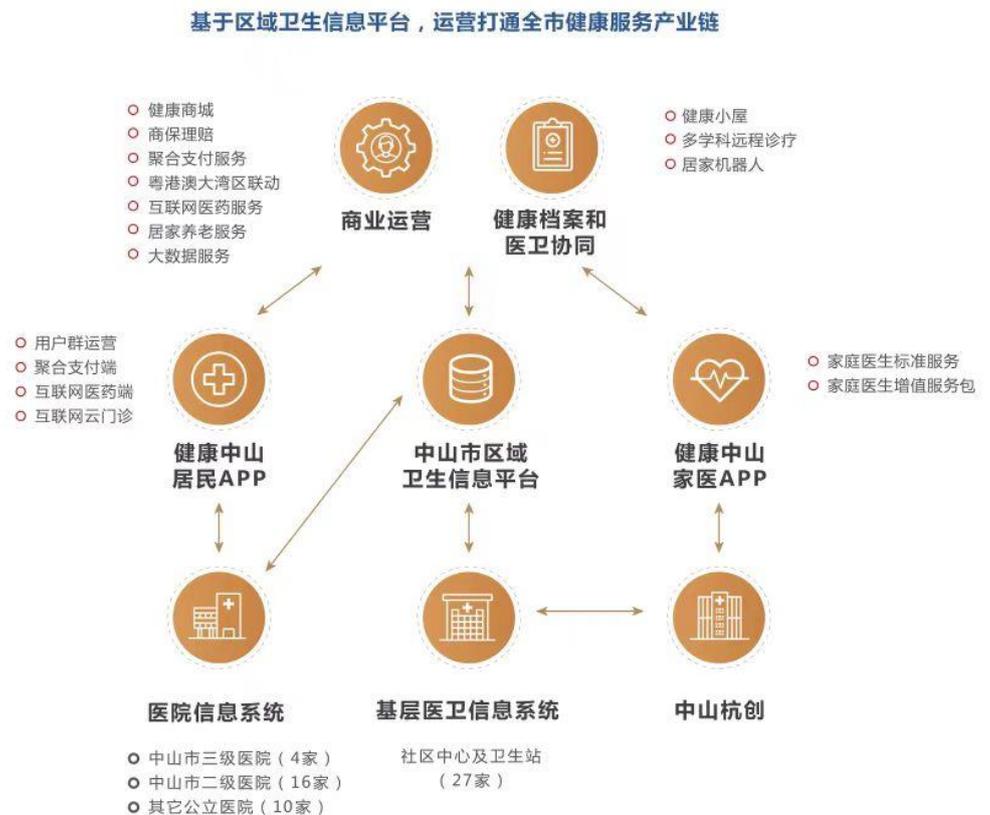
图表30: 全面健康信息平台架构



资料来源：创业慧康小程序，万联证券研究所

公司健康城市业务基于互联网、物联网等技术，打造多个标杆案例。智慧城市业务为个人提供健康数据采集、监测预警、健康分析以及人工智能辅助等运营服务；依托家庭健康医疗设备，以家庭为单位提供健康管理、教育、医疗、商城等运营服务；同时，围绕医疗中心、养老中心、物业健康站、旁边药店、护理中心和妇幼保健中心六大场景，提供社区运营服务，打造未来社区新模式。2023上半年，公司在温州、中山等170多个城市中以城市为单位通过健康城市信息平台提供数智化赋能解决方案和构建数据中枢，将城市级电子健康档案和电子病历数据作为核心，构建医、药、康、养、险、护为一体的健康云平台，打造居民健康服务生态网，通过与各类数据源对接，实现数据的快速采集、整合和存储，支持多种数据格式的处理，实现对城市数据的全面管理和有效利用。

图表31: 公司智慧中山项目平台



资料来源：创业慧康小程序，万联证券研究所

智慧物联持续建设，落地多个智慧病区建设项目。公司智慧医院的物联网应用建设以医疗物联网基础接入平台为核心，连接物联感知设备，将数据采集对象向设备、图像、声音延伸，实现更透彻的感知、更广泛的互联和更智慧的应用，积极响应医院智慧服务分级评估标准体系和医院智慧管理分级评估标准体系的建设。在杭州亚运会筹备期间，公司在省内落地多个智慧病区建设项目。智慧病区方案结合智慧护理业务系统、智慧病房业务系统及病区内医疗物联网应用，打造基于核心业务需求，满足患者服务需求和先进物联网技术应用的解决方案及产品在全国落地，并得到客户认可，浙江、江苏、甘肃、湖北、上海等项目进入建设推广服务阶段。

图表32: 公司智慧物联平台



资料来源: 创业慧康小程序, 万联证券研究所

3 盈利预测与投资建议

“以评促建”催化医疗行业信息化建设需求,在医疗行业信息化景气度持续修复的大环境下,业绩有望进一步回暖。公司持续推动“慧康云”战略升级,构建“HDAI”生态融合,订单同比大幅增长。考虑到公司发布“Hi-HIS”新产品,持续落地智慧医院建设、推动信创项目落地,预计公司软件销售业务2023-2025年营收增速分别为15%/50%/35%;毛利率逐渐恢复,分别为62%/62%/63%;预计公司技术服务业务2023-2025年营收增速分别为5%/15%/15%;毛利率分别为60%/59%/58%;考虑到公司未来将与飞利浦达成更多合作,预计公司系统集成业务2023-2025年营收增速分别为10%/15%/10%;毛利率分别为8%/7%/7%。

图表33: 分业务收入预测 (收入单位: 百万元)

	2022A	2023H1	2023E	2024E	2025E
软件销售 (百万元)	568.35	287.28	653.61	980.41	1323.55
同比增速	-25.78%	-5.72%	15%	50%	35%
毛利率	60.29%	62.00%	62%	62%	63%
技术服务 (百万元)	630.66	268.51	662.20	761.52	875.75
同比增速	-13.79%	-11.79%	5%	15%	15%
毛利率	58.00%	62.97%	60%	59%	58%
系统集成 (百万元)	176.39	72.73	194.03	223.14	245.45
同比增速	-36.24%	-3.65%	10%	15%	10%
毛利率	13.14%	7.81%	8%	7%	7%
其他 (百万元)	151.73	75.86	159.31	167.28	175.64
同比增速	21.38%	-20.82%	5%	5%	5%
毛利率	14.89%	16.57%	15%	15%	15%
营业收入合计 (百万元)	1527.14	704.39	1669.15	1965.07	2444.76
同比增速	-19.58%	-9.74%	9.30%	17.73%	24.41%
毛利率	49.39%	51.88%	50.44%	55.87%	56.66%

资料来源: iFind, 公司公告, 万联证券研究所

我们认为公司会在保证研发投入的基础上继续加强费用的精细化管理，预计公司2023-2025年的营业收入分别为16.69/19.65/24.45亿元；归母净利润分别为1.81/3.53/4.97亿元；对应EPS分别为0.12/0.23/0.32元；对应2023年12月28日收盘价PE分别为55.61/28.55/20.28倍。参考可比公司估值水平，**首次覆盖，给与公司“增持”评级。**

图表34: 可比公司估值

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
300253.SZ	卫宁健康	153.56	1.08	3.86	5.37	6.80	141.61	39.82	28.61	22.60
300168.SZ	万达信息	121.52	-2.90	1.14	3.08	4.65	-41.92	106.65	39.44	26.16
688246.SH	嘉和美康	46.17	0.68	0.98	1.41	2.05	67.87	46.93	32.81	22.54
002777.SZ	久远银海	99.49	1.84	2.43	3.13	3.81	54.02	40.88	31.82	26.12
688579.SH	山大地纬	46.32	0.62	1.38	1.85	2.46	74.82	33.47	25.01	18.81
		平均值					59.28	53.55	31.54	23.25
300451.SZ	创业慧康	100.85	0.43	1.81	3.53	4.97	236.51	55.61	28.55	20.28

资料来源: iFinD, 公司公告, 万联证券研究所

注: 总市值为2023年12月28日收盘价对应市值; 可比公司2023-2025E归母净利润为iFinD一致预期。

4 风险提示

行业竞争加剧; 医疗信息化项目需求不及预期; 应收账款减值风险; 商誉减值风险。

利润表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1527	1669	1965	2445
同比增速 (%)	-19.58	9.30	17.73	24.41
营业成本	773	827	867	1059
毛利	754	842	1098	1385
营业收入 (%)	49.39	50.44	55.87	56.66
税金及附加	13	15	18	22
营业收入 (%)	0.84	0.92	0.91	0.90
销售费用	117	125	143	176
营业收入 (%)	7.64	7.50	7.30	7.20
管理费用	189	184	206	240
营业收入 (%)	12.38	11.00	10.50	9.80
研发费用	218	217	246	306
营业收入 (%)	14.26	13.00	12.50	12.50
财务费用	-20	0	0	0
营业收入 (%)	-1.30	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-92	-4	-4	-4
信用减值损失	-120	-127	-106	-95
其他收益	37	39	45	57
投资收益	-15	3	0	-3
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	5	3	4	6
营业利润	53	214	424	603
营业收入 (%)	3.46	12.85	21.60	24.67
营业外收支	3	2	2	2
利润总额	55	216	426	605
营业收入 (%)	3.63	12.97	21.70	24.75
所得税费用	14	38	79	117
净利润	41	179	347	488
营业收入 (%)	2.70	10.72	17.67	19.97
归属于母公司的净利润	43	181	353	497
同比增速 (%)	-89.68	325.34	94.78	40.78
少数股东损益	-1	-2	-6	-9
EPS (元/股)	0.03	0.12	0.23	0.32

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	0.03	0.12	0.23	0.32
BVPS	2.97	3.09	3.31	3.64
PE	236.52	55.61	28.55	20.28
PEG	-2.64	0.17	0.30	0.50
PB	2.20	2.11	1.96	1.79
EV/EBITDA	47.77	29.10	16.07	11.22
ROE	0.93%	3.79%	6.88%	8.83%
ROIC	2.10%	3.67%	6.64%	8.52%

资产负债表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1478	1485	1980	2456
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	1391	1271	1145	1320
存货	263	275	259	285
预付款项	20	26	25	31
合同资产	114	118	143	177
其他流动资产	47	45	48	57
流动资产合计	3313	3220	3599	4326
长期股权投资	209	212	210	204
固定资产	281	324	365	399
在建工程	170	184	179	159
无形资产	600	640	680	720
商誉	983	983	983	983
递延所得税资产	36	52	52	52
其他非流动资产	193	318	319	318
资产总计	5784	5931	6386	7162
短期借款	100	89	89	103
应付票据及应付账款	649	582	635	785
预收账款	0	7	8	8
合同负债	179	186	213	272
应付职工薪酬	52	58	60	73
应交税费	126	123	151	188
其他流动负债	167	181	176	205
流动负债合计	1174	1137	1244	1531
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	1	1	1	1
其他非流动负债	8	8	8	8
负债合计	1182	1146	1253	1539
归属于母公司的所有者权益	4594	4779	5133	5632
少数股东权益	8	6	0	-9
股东权益	4602	4785	5133	5622
负债及股东权益	5784	5931	6386	7162

现金流量表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	145	316	647	592
投资	6	-2	2	5
资本性支出	-310	-286	-154	-131
其他	5	-10	0	-3
投资活动现金流净额	-299	-299	-152	-129
债权融资	0	-2	0	0
股权融资	0	19	0	0
银行贷款增加 (减少)	97	-11	1	13
筹资成本	-47	-15	0	0
其他	-32	0	0	0
筹资活动现金流净额	18	-10	1	13
现金净流量	-136	7	495	476

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场