

多方位巩固龙头优势，盈利能力有望修复

投资要点

- 事件:** 公司发布2023年年度报告, 全年实现营业收入16.2亿元, 同比增长5.8%; 实现归母净利润3668.9万元, 同比减少13.9%; 实现扣非后归母净利润3399.5万元, 同比减少27.4%。
- 收入恢复增长, 多因素导致利润短期承压。** 收入端看, 2023年四个季度公司单季度收入同比增速分别为-24.7%、12.1%、26.3%、18.1%, 尽管下半年客观因素对行业订单释放产生一定影响, 但公司收入仍呈现良好修复态势。利润端看, 2023年公司毛利率为47.0%, 同比下滑2.41pp; 销售、管理、研发费用率分别为8.0% (+0.36pp)、12.8% (+0.47pp)、15.3% (+1.06pp), 主要由于Hi-HIS新产品仍处于推广初期, 交付周期受客观因素延长, 交付成本偏高, 人员薪酬上涨等。此外, 公司信用和资产减值损失金额为1.7亿元, 上述多因素致使利润端表现短期承压。
- Hi-HIS 迈向全国推广新阶段, 有望加速业绩释放。** 报告期内, 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、智慧临床、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。截至2023年底, Hi-HIS系统(不包括局部模块采购)已在全国40余家医院客户实施应用, 全年新签订单22个, 订单金额同比大幅提高, 后续有望助推公司业绩加速释放。
- 与飞利浦协同进一步深入, 多方位巩固龙头优势。** 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, 新一代电子病历产品CareSync已正式发布并且与多家医院开启售前工作。近期, 公司与飞利浦进一步在“医技辅”方面达成战略级深度合作, 后续将陆续推进“自研产品+飞利浦合作产品”的融合。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。
- 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。预计公司2024-2026年EPS分别为0.13元、0.18元、0.25元, 给予2024年40倍PE, 目标价5.20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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1615.87	1867.72	2220.93	2648.48
增长率	5.81%	15.59%	18.91%	19.25%
归属母公司净利润(百万元)	36.69	202.17	277.08	390.26
增长率	-13.95%	451.05%	37.05%	40.84%
每股收益EPS(元)	0.02	0.13	0.18	0.25
净资产收益率ROE	0.98%	5.12%	6.61%	8.60%
PE	151	27	20	14
PB	1.20	1.15	1.10	1.03

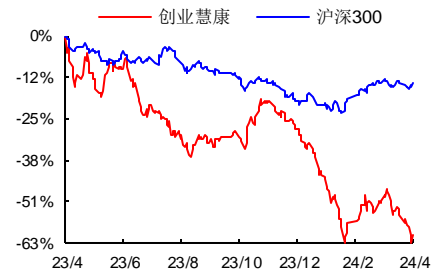
数据来源: Wind, 西南证券

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



数据来源: 聚源数据

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)	3.58-9.75
总市值(亿元)	59.33
总资产(亿元)	57.90
每股净资产(元)	2.97

相关研究

- 创业慧康(300451): 需求逐季修复, Hi-HIS进入敏捷交付周期 (2023-10-30)

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，有望实现订单数量和金额的快速增长，预计该业务 2024-2026 年订单增速分别为 20%、25%、25%；伴随产品的成熟及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 2024-2026 年订单增速分别为 15%、15%、15%。

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 2024-2026 年订单增速分别为 10%、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 2024-2026 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		2023A	2024E	2025E	2026E
软件销售	收入	683.1	819.7	1024.6	1280.8
	增速	20.2%	20.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	56.7%	60.0%	61.0%	64.0%
技术服务	收入	606.78	697.8	802.5	922.8
	增速	-3.8%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	54.0%	58.0%	59.0%	60.0%
系统集成	收入	158.25	174.1	208.9	250.7
	增速	-10.3%	10.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	24.5%	20.0%	20.0%	20.0%
其他	收入	167.77	176.2	185.0	194.2
	增速	10.6%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	3.1%	5.0%	5.0%	5.0%
合计	收入	1615.9	1867.7	2220.9	2648.5
	增速	5.8%	15.6%	18.9%	19.3%
	毛利率	47.0%	50.3%	51.8%	54.1%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 18.7 亿元（+15.6%）、22.2 亿元（+18.9%）和 26.5 亿元（+19.3%），归母净利润分别为 2.0 亿元（+451.1%）、2.8 亿元（+37.1%）、3.9 亿元（+40.8%），EPS 分别为 0.13 元、0.18 元、0.25 元，对应动态 PE 分别为 27 倍、20 倍、14 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、久远银海以及嘉和美康 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)			
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
300253.SZ	卫宁健康	142	6.59	0.17	0.24	0.32	-	39	27	21	-
002777.SZ	久远银海	74	18.18	0.41	0.51	0.63	0.79	61	36	29	23
688246.SH	嘉和美康	30	21.55	0.33	0.80	1.08	-	102	27	19	-
平均值								67	30	23	23
300451.SZ	创业慧康	55	3.58	0.02	0.13	0.18	0.25	151	27	20	14

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 30 倍，公司 PE 为 27 倍，与行业平均水平基本相当。伴随客观不利因素的逐步消退，行业有望迎来景气度拐点。公司是国内医疗信息化综合解决方案的第一梯队厂商，新一代 Hi-HIS 产品进入加速交付周期，同时与飞利浦的合作不断深入，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 5.20 元，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1615.87	1867.72	2220.93	2648.48	净利润	45.69	251.76	345.05	485.97
营业成本	856.81	927.56	1071.44	1215.25	折旧与摊销	122.36	132.12	146.37	160.62
营业税金及附加	12.13	15.37	17.80	21.19	财务费用	-10.75	-18.68	-22.21	-26.48
销售费用	129.32	145.68	171.01	201.28	资产减值损失	-39.92	70.00	60.00	50.00
管理费用	207.60	504.28	592.99	701.85	经营营运资本变动	-294.07	-98.42	-378.29	-412.02
财务费用	-10.75	-18.68	-22.21	-26.48	其他	334.53	-105.81	57.65	59.32
资产减值损失	-39.92	-70.00	-60.00	-50.00	经营活动现金流净额	157.84	230.98	208.57	317.41
投资收益	14.07	15.00	15.00	15.00	资本支出	-496.97	-350.00	-300.00	-300.00
公允价值变动损益	-12.87	-6.46	-7.50	-8.05	其他	105.30	8.54	7.50	6.95
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-391.66	-341.46	-292.50	-293.05
营业利润	43.73	232.04	337.40	492.34	短期借款	-92.60	-0.31	0.00	0.00
其他非经营损益	1.64	41.61	41.77	41.70	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	45.37	273.65	379.17	534.04	股权融资	26.74	0.00	0.00	0.00
所得税	-0.32	21.89	34.13	48.06	支付股利	-15.47	-7.34	-40.43	-55.42
净利润	45.69	251.76	345.05	485.97	其他	-75.02	19.62	22.21	26.48
少数股东损益	9.00	49.59	67.96	95.72	筹资活动现金流净额	-156.35	11.97	-18.22	-28.93
归属母公司股东净利润	36.69	202.17	277.08	390.26	现金流量净额	-390.17	-98.51	-102.16	-4.57
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1094.39	995.88	893.72	889.16	成长能力				
应收和预付款项	1640.12	1767.10	2154.58	2567.05	销售收入增长率	5.81%	15.59%	18.91%	19.25%
存货	283.23	305.37	352.19	400.31	营业利润增长率	-17.35%	430.68%	45.40%	45.92%
其他流动资产	137.77	22.21	22.62	23.11	净利润增长率	10.68%	451.05%	37.05%	40.84%
长期股权投资	168.98	168.98	168.98	168.98	EBITDA 增长率	29.23%	122.42%	33.60%	35.73%
投资性房地产	2.36	2.36	2.36	2.36	获利能力				
固定资产和在建工程	589.28	761.31	883.35	1005.38	毛利率	46.98%	50.34%	51.76%	54.12%
无形资产和开发支出	1680.99	1727.13	1759.02	1776.65	三费率	20.19%	33.80%	33.40%	33.10%
其他非流动资产	193.23	192.94	192.65	192.36	净利率	2.83%	13.48%	15.54%	18.35%
资产总计	5790.35	5943.28	6429.46	7025.36	ROE	0.98%	5.12%	6.61%	8.60%
短期借款	7.31	7.00	7.00	7.00	ROA	0.79%	4.24%	5.37%	6.92%
应付和预收款项	881.27	941.55	1112.57	1267.35	ROIC	1.05%	5.54%	7.26%	9.61%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	9.61%	18.50%	20.78%	23.65%
其他负债	237.88	81.77	92.33	102.89	营运能力				
负债合计	1126.47	1030.33	1211.90	1377.24	总资产周转率	0.28	0.32	0.36	0.39
股本	1549.12	1549.12	1549.12	1549.12	固定资产周转率	5.53	6.45	8.49	11.34
资本公积	1552.79	1552.79	1552.79	1552.79	应收账款周转率	0.86	0.90	0.94	0.92
留存收益	1539.72	1734.55	1971.20	2306.04	存货周转率	3.12	3.15	3.24	3.22
归属母公司股东权益	4605.98	4805.46	5042.11	5376.95	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	89.24%	—	—	—
少数股东权益	57.90	107.49	175.45	271.17	资本结构				
股东权益合计	4663.88	4912.95	5217.56	5648.12	资产负债率	19.45%	17.34%	18.85%	19.60%
负债和股东权益合计	5790.35	5943.28	6429.46	7025.36	带息债务/总负债	0.65%	0.68%	0.58%	0.51%
					流动比率	2.84	3.04	2.86	2.85
					速动比率	2.58	2.74	2.56	2.55
					股利支付率	42.16%	3.63%	14.59%	14.20%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	155.33	345.48	461.56	626.48	每股收益	0.02	0.13	0.18	0.25
PE	151.16	27.43	20.02	14.21	每股净资产	2.97	3.10	3.25	3.47
PB	1.20	1.15	1.10	1.03	每股经营现金	0.10	0.15	0.13	0.20
PS	3.43	2.97	2.50	2.09	每股股利	0.01	0.00	0.03	0.04
EV/EBITDA	27.33	12.56	9.62	7.10					
股息率	0.28%	0.13%	0.73%	1.00%					

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	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@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	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@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	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@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
