

计算机

2025 年 05 月 12 日

嘉和美康 (688246)

——业绩短期承压，持续深化电子病历和 AI

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- **事件：公司发布 24 年报和 25Q1 季报。**24 年实现收入 5.92 亿 (-14.85%)，归母净利润-2.56 亿 (23 年为 0.32 亿)，扣非归母净利润-2.61 亿 (23 年为 0.25 亿)。低于此前业绩快报预期，此前业绩快报收入同比-13.59%，归母净利润为-1.50 亿。25Q1 实现收入 1.01 亿 (-17.43%)，归母净利润-0.17 亿 (24Q1 为-0.12 亿)，扣非归母净利润-0.18 亿 (24Q1 为-0.13 亿)。25Q1 低于预期，此前预计收入、利润与去年同期打平左右。
- **承压因素来自行业整体环境、高研发投入、减值计提和子公司等。**1) 收入端受行业环境影响客户需求递延招标延缓，当期订单下滑。2) 实施交付周期延长等因素导致毛利率下滑，24 年毛利率为 35.4% (-15.2pct)，25Q1 毛利率有所恢复，为 42.7%。3) 院端回款周期延长，增加计提信用减值准备幅度。4) 子公司嘉和海森、生科研究院亏损持续，相关 AI 和生物样本领域仍需 2-3 年高研发投入，对递延所得税资产大幅减记。5) 投资企业安德医智处于破产重组恢复期产生较大亏损。
- **费用持续管控，维持较高研发投入。**24 年销售/管理/研发费用分别为 0.86/0.90/1.45 亿，同比分别为-18.09%/+8.69%/-0.28%，费用率分别同比变动为-0.58%/3.31%/3.57%。销售费用精细化管控体现降本增效，研发端维持较高投入。
- **持续深耕电子病历和医疗大数据领域，国内最具实力的医疗信息软件开发商之一。**1) 国内电子病历先行者，长期市占率第一，报告期内公司新增大模型辅助电子病历自动生成技术。2) 医疗大数据解决方案市占率前三，产品在多家国内顶尖医院落地。研发医疗垂类大模型，深度融合 DeepSeek 泛化推理能力，提升数据治理能力，加速临床辅助决策、科研支持、AI 教学、病例自动生成、药学知识问答、病例内涵质控、手术规划推荐等，报告期内新增中西医结合临床辅助决策、医疗数据单向隔离技术。
- **维持“买入”评级。**考虑到公司收行业环境影响业绩下滑较多，下调 2025-2026 年收入为 7.25、9.01 亿，原预测为 9.61、11.53 亿。考虑到子公司仍需要 2-3 年高研发投入、投资企业仍处于破产重组恢复期，下调 2025-2026 年归母净利润预期为 0.34、0.67 亿，原预测为 1.30、1.78 亿。新增 2027 年收入、归母净利润预测为 11.05、1.61 亿。考虑到公司属于电子病历赛道领军，三明医改经验使公司具有先发优势，2025-2026 年属于子公司 AI 产品铺垫期以及投资企业重组恢复期，27 年随着整体环境复苏以及新产品的规模化推广有望推动业绩加速，以 2027 年为估值年份给予行业平均 38 倍 PE，对应目标市值 61.8 亿，有 56%的空间，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新产品销售不及预期，行业竞争加剧，宏观环境对医院客户收入影响。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	592	101	725	901	1,105
同比增长率 (%)	-14.9	-17.4	22.4	24.3	22.7
归母净利润 (百万元)	-256	-17	34	67	161
同比增长率 (%)	-893.3	-	-	95.4	139.7
每股收益 (元/股)	-1.86	-0.13	0.25	0.49	1.17
毛利率 (%)	35.4	42.7	41.1	43.3	45.1
ROE (%)	-16.5	-1.1	2.1	3.9	8.6
市盈率	-16		116	60	25

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据： 2025 年 05 月 12 日

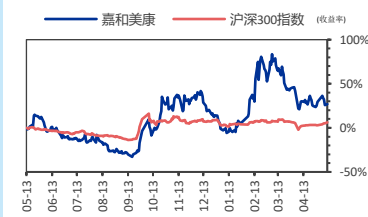
收盘价 (元)	28.99
一年内最高/最低 (元)	44.00/15.01
市净率	2.6
股息率% (分红/股价)	-
流通 A 股市值 (百万元)	2,927
上证指数/深证成指	3,369.24/10,301.16

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025 年 03 月 31 日

每股净资产 (元)	11.18
资产负债率%	38.17
总股本/流通 A 股 (百万)	138/101
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

洪依真 A0230519060003
hongyz@swsresearch.com
刘洋 A0230513050006
liuyang2@swsresearch.com

研究支持

陈晴华 A0230123090010
chenqh@swsresearch.com

联系人

陈晴华
(8621)23297818x
chenqh@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

核心假设变化：

考虑到医疗 IT 行业整体复苏有限，下调 2025-2026 自制软件销售收入预测为 3.53、4.59 亿，原预测为 5.97、7.16 亿；下调外购软硬件销售预测为 0.87、0.99 亿，原预测为 1.65、1.98 亿。考虑到新技术形势下和医院评级趋势下院端定制化需求提升，上调公司软件开发及技术服务板块收入预测为 2.83、3.40 亿，原预测为 1.95、2.34 亿。

选取医疗 IT 重点公司卫宁健康、创业慧康、山大地纬，考虑到公司属于电子病历赛道领军，三明医改经验使公司具有先发优势，2025-2026 年属于子公司 AI 产品铺垫期以及投资企业重组恢复期，27 年随着整体环境复苏以及新产品的规模化推广有望推动业绩加速，以 2027 年为估值年份给予行业平均 39 倍 PE，对应目标市值 62.2 亿，有 56%的空间，维持“买入”评级。

表 1：医疗 IT 行业重点公司估值表

证券代码	公司名称	2025/5/12	Wind 一致预期收入 (亿元，人民币)			PE		
		总市值 (亿元，人民币)	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
300253.SZ	卫宁健康	223.2	3.68	4.70	5.74	61	48	39
300451.SZ	创业慧康	88.0	1.11	1.76	2.10	79	50	42
688579.SH	山大地纬	38.6	0.78	0.92	1.10	50	42	35
					平均	63	46	39
688246	嘉和美康	39.9	0.34	0.67	1.61	117	60	25

资料来源：Wind，申万宏源研究

风险提示：新产品销售不及预期，行业竞争加剧，宏观环境对医院客户收入影响。

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	695	592	725	901	1,105
其中: 营业收入	695	592	725	901	1,105
减: 营业成本	344	383	427	511	607
减: 税金及附加	6	5	6	7	8
主营业务利润	345	204	292	383	490
减: 销售费用	105	86	88	92	98
减: 管理费用	83	90	94	99	106
减: 研发费用	145	145	152	162	173
减: 财务费用	-6	7	7	9	10
经营性利润	18	-124	-49	21	103
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-25	-54	20	9	19
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-24	-65	39	5	0
加: 投资收益及其他	25	13	37	55	73
营业利润	-5	-229	47	89	195
加: 营业外净收入	0	-1	0	0	0
利润总额	-5	-230	47	89	195
减: 所得税	-15	68	13	22	35
净利润	10	-298	34	67	161
少数股东损益	-22	-42	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	32	-256	34	67	161

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。