

中信证券研究部

核心观点



杨泽原
首席计算机分析师
S1010517080002



丁奇
计算机分析师
S1010519120003

公司显著受益区卫 IT 的新一轮建设，业绩驱动力强，市场份额有望提升。未来有望借力区卫进一步获取院端客户，深化院端核心产品提升竞争力，互联网/物联网/医保等新业务为院内提供更全面产品及服务，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 纵览：区卫 IT 业内领军，借力区卫高景气发力医卫一体化。公司成长于 2003 年 SARS 后期区卫 IT 建设，在区卫 IT 领域形成绝对优势。公司前期具有较多通过区卫获得院端客户的成功经验，通过加速医卫信息化/医卫物联网/医卫互联网的“一体两翼”的战略布局，未来有望借力区卫之机遇打造院内优势。2020H1，公司营收同比增长 15.53%，业绩表现领跑行业，公司全年订单情况亦整体高于同业，未来几年业绩成长确定性较高，公司于医疗 IT 领域的市场份额有望提升。

■ 行业：区卫补短板开启新周期，院内需求复苏，医共体催化医卫一体化。疫情催化下，中央和地方加速区卫补短板建设，京粤江浙沪等关键 5 省率先落地相关政策，预计区卫 IT 将进入第四个发展阶段。院内支出受疫情影响逐渐减弱，短期行业订单回暖，DRGs 中国模式（DIP）确认，试点范围由 30 市扩至 71 市，长期景气度仍在。县域医共体独立于医联体出台密集政策，区卫院内一体化建设加速，区卫端优势厂商有望进一步提升行业整体竞争力和市场份额。

■ 核心业务：区卫/院内核心业务持续发力，做深区卫市场做强院内产品。区卫端，公司前期以“建设+运营”模式拓展了健康中山项目，一方面，平安入股后公司将协同平安智慧城市能力加速健康城市项目的异地复制，另一方面，公司将通过向“以运营为主”模式升级，撬动存量市场。医院端，公司在区卫的优势有望进一步形成院内客户侧及产品侧的转化，此外，公司新一代“多态智联”系统已在三家三级医疗机构落地，未来有望持续推广并整体提升 50% 的交付效率。

■ 新赛道：互联网/物联网业务顶层设计持续完善，院内新赛道力求新增量。互联网方面，疫情后公司共建设互联网医院约 300 家，未来将发挥健康城市试验田优势，加大多方合作。物联网方面，进一步加速博泰转型，推出多款智能病房等产品。医保方面，公司联合中标国家医保局平台第 8 包，未来有望在优势省份采招中中标，填补前期市场空白，通过医保端强化院端需求感知和客户粘性。

■ 风险因素：区卫补短板政策不及预期，医院信息化支出回暖不及预期。

■ 投资建议：公司是区卫 IT 领军企业，将显著受益于区卫补短板的新一轮建设，乘势深化院端产品，互联网、物联网、医保等创新业务持续加码，有望带来业绩新增量。预计公司 2020-2022 年 EPS 0.30/0.39/0.52 元，给予 2021 年 46X PE，对应目标价 17.94 元，对应总市值 214.30 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

创业慧康	300451
评级	买入（首次）
当前价	13.63 元
目标价	17.94 元
总股本	1,192 百万股
流通股本	918 百万股
52 周最高/最低价	27.29/13.14 元
近 1 月绝对涨幅	-0.58%
近 6 月绝对涨幅	-5.10%
近 12 月绝对涨幅	34.71%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,290.29	1,479.82	1,767.55	2,263.55	2,946.70
营业收入增长率	12%	15%	19%	28%	30%
净利润(百万元)	212.68	314.07	357.50	465.87	621.55
净利润增长率	30%	48%	14%	30%	33%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.45	0.43	0.30	0.39	0.52
毛利率%	50%	53%	53%	53%	54%
净资产收益率 ROE%	9.16%	12.13%	12.27%	13.97%	15.92%
PE	31	33	47	36	27
PB	7	7	6	5	4

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 12 月 1 日收盘价

目录

纵览：医卫 IT 业内领军，“一体两翼”战略加速布局	1
“一体”助力业绩表现，“两翼”打开成长空间	1
全国化布局领先，医疗相关营收占比持续提升	2
加码研发以产品带销售，盈利能力稳步提升	4
赛道：区卫开启新周期，医卫一体化可期	5
区卫 IT：疫情催化区卫 IT 建设步入第四发展阶段	5
院内 IT：后疫情期间加速恢复，长期景气机遇仍存	8
双轮联动：县域医共体建设加速，区卫院内一体化开启	11
“一体”：深化区卫市场力，强化院内产品力	14
区域卫生护航前期成长，医院端协同拓展提升整体竞争力	14
深化区卫市场力，携手平安加速健康城市异地复制	17
强化院内产品力，推广优化平台型新一代产品	19
“两翼”：完善院内产品体系，新赛道力求新增量	21
医卫互联网：多方合作抓住风口，发挥健康城市试验田优势	21
医卫物联网：加速博泰向物联网转型，探索“未来医疗”新模式	23
医保：中标国家平台关键包，填补前期空白力争下沉市场	25
风险提示	26
盈利预测与估值	26
盈利预测	26
估值评级	28

插图目录

图 1：创业慧康发展历史.....	1
图 2：创业慧康业务覆盖情况.....	1
图 3：2019 年公司业务板块划分	2
图 4：创业慧康营业收入及增速情况（亿元）	3
图 5：创业慧康归母净利润及增长情况（亿元）	3
图 6：2016-2019 年公司营业总收入及医疗行业营业收入	3
图 7：2016-2019 年医疗行业营业收入占比	3
图 8：2020H1 公司分产品营业收入占比	4
图 9：公司历年分产品营收占比变化情况	4
图 10：2019 年公司分地区营业收入占比	4
图 11：公司主要地区营业收入占比变化情况	4
图 12：创业慧康历年研发投入占营收比重	5
图 13：公司 2011-2019 年毛利率及净利率（%）	5
图 14：公司 2017-2019 年三费情况（%）	5
图 15：我国区域卫生信息化发展进程	6
图 16：分级诊疗总体思路	7
图 17：2019 年国内专业公共卫生机构分布数量	8
图 18：2019 年国内医疗卫生机构数量	8
图 19：2019 至 2020 年电子病历升级要求	9
图 20：我国医院 DRGs 付费使用情况（截至 2019 年 8 月）	9
图 21：我国医院 DRGs 付费推进计划（未来 1-3 年）	9
图 22：智慧医院框架	11
图 23：医联体的四种模式	11
图 24：医疗信息化建设进程	14
图 25：创业慧康医院及区卫信息化发展历程	14
图 26：创业慧康公卫信息化应用软件	15
图 27：闵行区区域卫生信息化平台所实现的主要功能	16
图 28：健康中山模式构架	17
图 29：创业与平安智慧城市方面合作要点	18
图 30：创业慧康城市医疗信息化经纬相联多维建设	19
图 31：创业慧康医院信息化业务	19
图 32：创业慧康全新一代平台型 HIS 系统	20
图 33：创业慧康部分快速交付项目	21
图 34：创业慧康医卫互联网业务	21
图 35：创业慧康 2019 年医卫互联网业务成果	22
图 36：创业慧康医卫互联网合作伙伴	22
图 37：健康中山运营成果	23
图 38：创业慧康医疗卫生智慧物联网应用产品及服务板块	24
图 39：基于物联网的智慧医院业务应用	24
图 40：创业慧康省级智慧医疗保障信息平台	26

表格目录

表 1：北京和上海区域卫生补短板政策	6
表 2：医疗信息化行业政策	10
表 3：我国医联体相关政策	12
表 4：我国医共体相关政策	12
表 5：创业慧康近期医院及区域卫生业务案例	16
表 6：国家医保局医疗保障信息平台建设工程业务应用软件采购项目中标情况	25
表 7：创业慧康收入预测（单位：百万元）	26
表 8：创业慧康费用预测（单位：百万元）	27
表 9：创业慧康盈利预测表	27
表 10：创业慧康可比公司整体估值情况	28

■ 纵览：医卫 IT 业内领军，“一体两翼”战略加速布局

“一体”助力业绩表现，“两翼”打开成长空间

创业慧康深耕医疗卫生信息化行业，积累大量医院及区域客户，区域卫生领域优势明显。创业慧康于 1997 年成立于浙江杭州，区域卫生信息化起家，区卫与院内信息化协同发展，当前已成长为国内医疗信息化龙头厂商。目前，公司共拥有八大系列 300 多个自主研发产品，业务覆盖全国 30 多个省、市、自治区，为全国 6000 多家医院提供信息系统，先后承担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，区域公共卫生项目覆盖全国 340 多个区县，承建超过 2.5 亿份居民健康档案，连接 30 万基层医生，已建电子病历 1 亿份，处于医疗信息化行业第一梯队，在区域卫生信息化子领域具有绝对优势。

图 1：创业慧康发展历史



资料来源：公司公告，中信证券研究部绘制

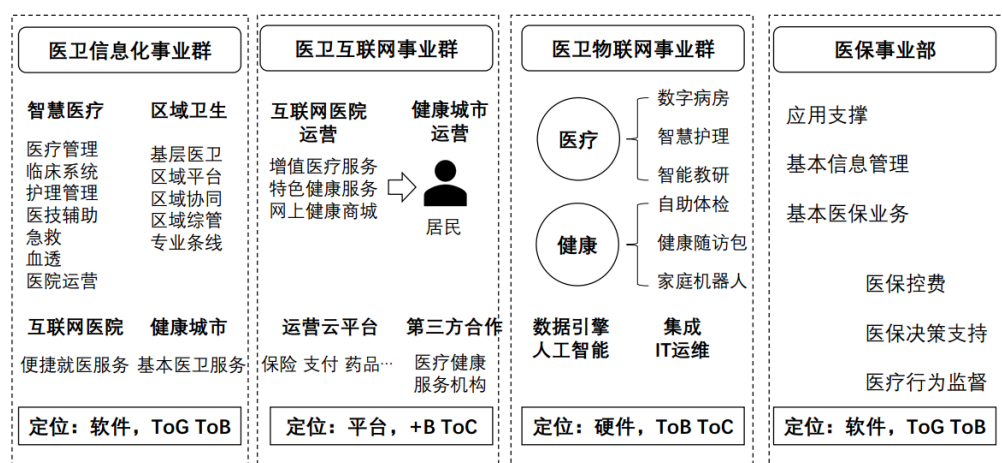
图 2：创业慧康业务覆盖情况



资料来源：公司官网

“一体两翼”战略加速布局，医保业务打开增量可期。创业慧康根据自身产品特点及业务布局，先后打造了医卫信息化事业群、医卫物联网感知事业群、医卫智慧互联事业群，形成了“一体两翼”的战略布局。其中医卫信息化事业群为公司核心业务来源，提供院内、区域卫生信息化服务。物联网业务主要来自公司对博泰服务的收购及资源整合，公司在金融自助设备、医疗产业的技术运维服务方面进一步拓展，IT 运维服务为医卫物联网事业群重要的组成部分。2019 年，随着新医疗改革政策深度推进，公司新建医保事业部，依托国家医保局医疗保障信息平台核心包项目，布局省级和地市级医疗信息平台市场，打造智慧医保解决方案。由此，公司形成“一体两翼”加医保事业部的格局，共同助力公司在智慧医卫领域继续拓展。

图 3：2019 年公司业务板块划分

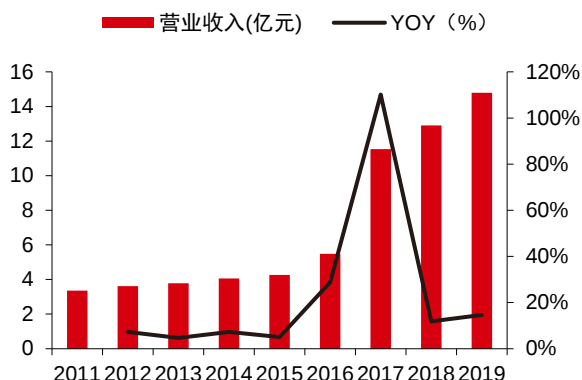


资料来源：公司公告，中信证券研究部

全国化布局领先，医疗相关营收占比持续提升

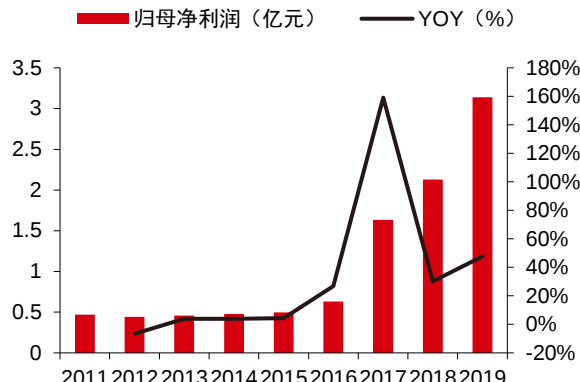
公司业绩表现亮眼，订单增长保障业绩增速。2011 年至今，公司营业收入和净利润整体均呈现稳健增长态势，增速稳中有升。2019 年，公司营收 14.80 亿元，同比增长 14.69%；归母净利润 3.14 亿元，同比增长 47.67%。2020H1 创业慧康业绩表现处于行业领先水平，在疫情影响下，公司实现营收 7.09 亿元，同比增长 15.53%；归母净利润 0.93 亿元，同比下降 25.98%，与同行业其他公司相比表现较好。此外，订单恢复并稳步提升，保障公司后期业绩稳健增长，2020 年上半年，在疫情影响招标进度的大环境下，公司新增千万级订单仍达 12 个，同比增长 50%。Q3 单季度订单同比持续保持高速增长，随着疫情影响持续消散，加之电子病历四级大考，公司全年订单有望再上一个台阶。

图 4：创业慧康营业收入及增速情况（亿元）



资料来源：公司财报，Wind，中信证券研究部

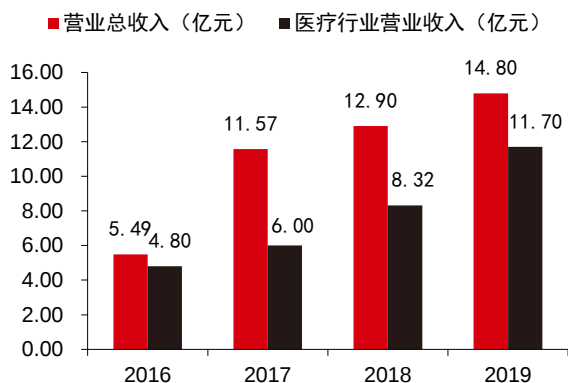
图 5：创业慧康归母净利润及增长情况（亿元）



资料来源：公司财报，Wind，中信证券研究部

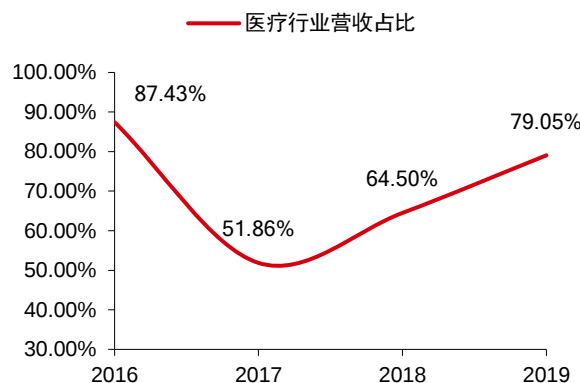
分业务看，医疗行业占比稳步提升，预计公司业务重心仍将向医疗端转移。公司于2016年收购博泰服务，前瞻性为医疗IT领域的长期景气储备人员。2017年起，公司加快了博泰服务向医疗领域的转型，医疗相关占比显著提升，2017-2019年，公司医疗行业营收占比由51.86%逐步增加至79.05%，占据绝对比例。2020H1公司医疗行业收入5.62亿元，占营业总收入比重的79.20%，较去年同期增加9.85pcts。随着博泰成功转型后医疗相关业绩的高增长，预计未来公司整体医疗相关营收占比有望向90%进一步提升。

图 6：2016-2019 年公司营业总收入及医疗行业营业收入



资料来源：公司公告，中信证券研究部

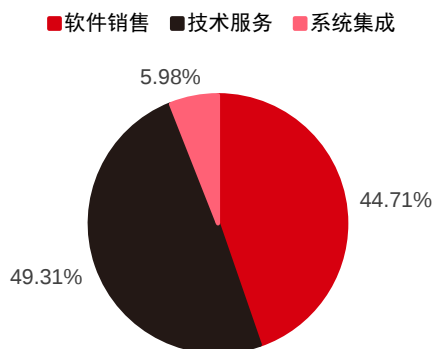
图 7：2016-2019 年医疗行业营业收入占比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

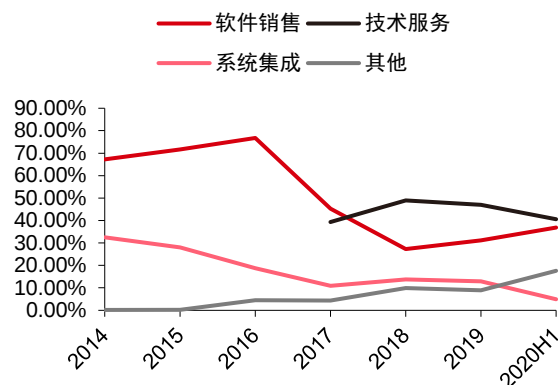
分产品看，软件销售及技术服务占据绝对比重，软件销售占比提升。2020H1，公司软件销售收入2.61亿元，技术服务收入2.88亿元（其中医疗软件服务2.01亿元），系统集成收入0.35亿元。软件销售占全部收入的44.71%，自2018年以来，软件销售占比整体呈现稳步上升态势，体现了医疗IT自2018年新一轮高景气背景下公司产品力的提升。

图 8：2020H1 公司分产品营业收入占比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

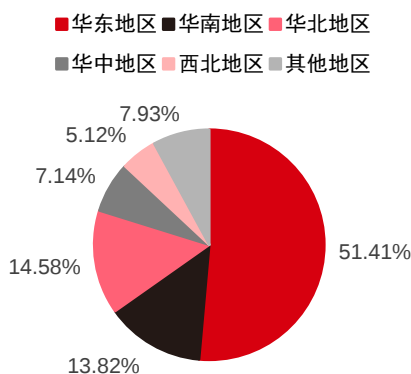
图 9：公司历年分产品营收占比变化情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

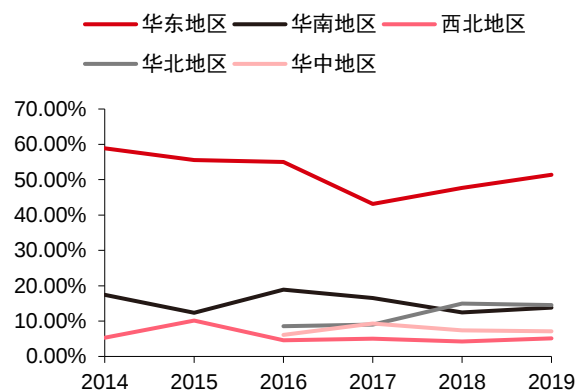
分地区看，较同行业公司业务相对集中于个别地区，创业慧康在全国化布局方面已具有较大领先优势。公司立足浙江省杭州市，向周边江苏、上海等省市积极拓展，华东地区成为最重要的市场，发展较为完善；华南地区的广东、广西及华北地区的北京、山东等省市均为公司业务拓展的几大重点区域。近几年，公司继续向贵州、甘肃等以往基础较为薄弱的地区拓展业务。观察公司历年来各地区营业收入占比变化情况，整体保持稳定，华南、华北、西北、华中地区占比渐趋均衡。2019 年公司营业收入超过一半来自华东地区，次之的是华北地区与华南地区，分别占比 14.58%与 13.82%，其他地区营收占比不超过 25%。

图 10：2019 年公司分地区营业收入占比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 11：公司主要地区营业收入占比变化情况



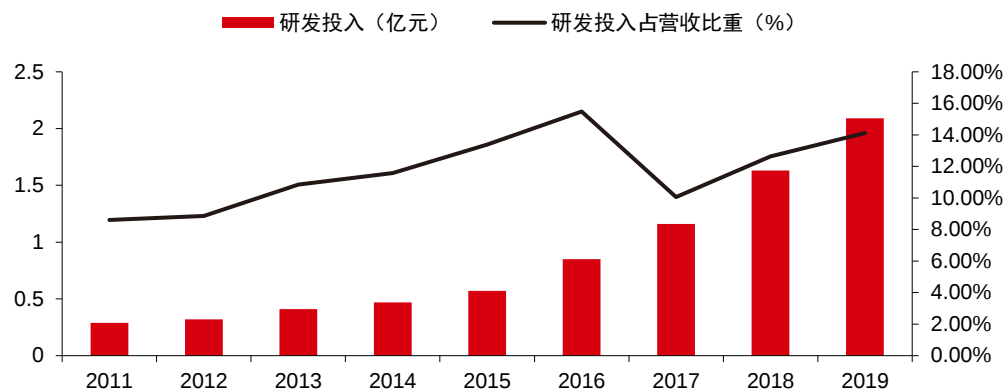
资料来源：公司公告，中信证券研究部

加码研发以产品带销售，盈利能力稳步提升

公司研发投入稳步增加，打造产品创新领先优势。2011 至 2019 年，公司研发投入从 0.29 亿元逐步增加至 2.09 亿元，占营业收入比重由 8.61%提升至 14.12%。目前，公司医疗信息化应用软件产品服务已建立较为完整的产品体系，拥有 300 多个自主研发产品。公司紧跟医疗信息化行业发展趋势，从第一阶段以医院管理流程信息化为出发点的 HIS 到第二阶段以围绕患者诊疗流程信息化的 CIS，再到第三阶段连接院外区域性卫生医疗信息互

通。公司将产品从流程建设为主向以患者为中心的面向诊疗过程转变，结合 5G、物联网、大数据、AI 等前沿技术探索“多态智联”的新型产品架构。

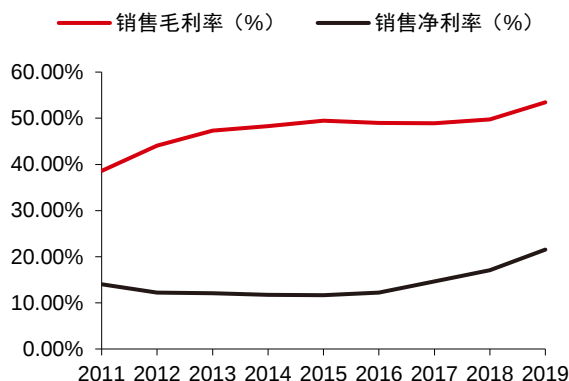
图 12：创业慧康历年研发投入占营收比重



资料来源：公司公告，中信证券研究部

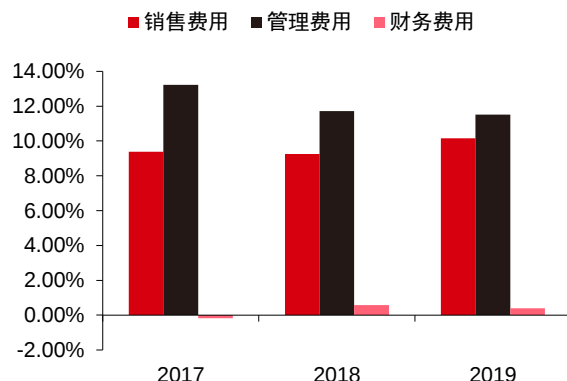
盈利能力稳步提高，期间费用率保持稳定。2011-2019 年，创业慧康毛利率及净利率整体呈现逐步增长趋势，2019 年毛利率达 53.45%，同比增长 3.70pcts，净利率 21.54%，同比增长 4.48pcts，均达到历史最高水平。公司近三年销售费率相对稳定，在 10% 左右波动；管理费率稳中有降，2019 年为 11.51%；财务费率保持较低水平，近三年均在 0% 左右浮动。

图 13：公司 2011-2019 年毛利率及净利率（%）



资料来源：公司公告，Wind，中信证券研究部

图 14：公司 2017-2019 年三费情况（%）



资料来源：公司公告，Wind，中信证券研究部

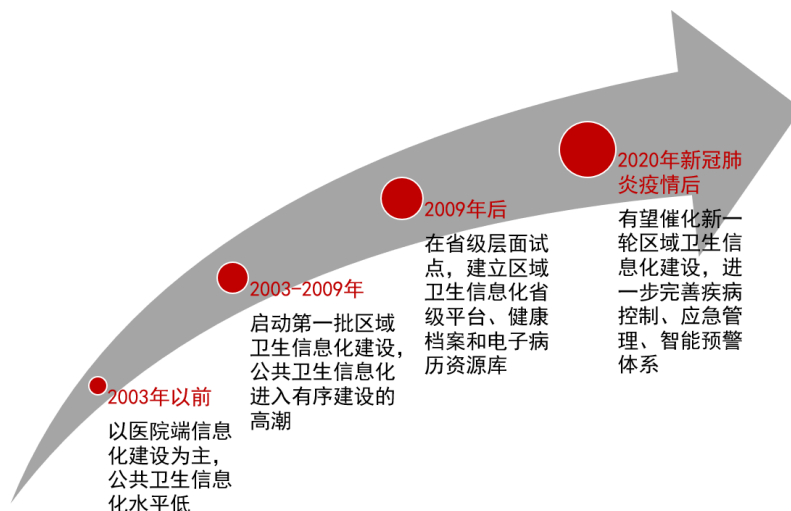
■ 赛道：区卫开启新周期，医卫一体化可期

区卫 IT：疫情催化区卫 IT 建设步入第四发展阶段

中国前期公共卫生信息化建设经历了三个主要阶段，2020 年新冠疫情推动公卫信息化再上新台阶。2003 年以前，我国的医疗信息化以医院端 IT 建设为主，区域卫生 IT 水平

较低；2003 年起，由于 SARS 疫情的出现，区卫信息化建设开始有序建设，其中疾病预防控制的信息化成为建设的一大重点；2009 年新医改提出了建立居民电子健康档案，居民的健康信息通过区域卫生信息化平台、健康档案等实现互联互通；2020 年疫情暴露出我国区卫 IT 既有问题，国家有望进一步推动区域卫生信息化建设，特别是突发卫生事件的应急管理、疾病的预防及控制等方面，区卫 IT 有望步入第四个发展阶段，应急管理系统升级、区域数据可用性提升、卫健系统与其他政府系统联动将成为第四阶段主旋律。

图 15：我国区域卫生信息化发展进程



资料来源：卫生部《全国卫生信息化发展规划纲要 2003-2010》，中信证券研究部绘制

短期来看，新冠疫情暴露出我国公共卫生体系存在问题，将有效推动中央和地方政府加快补短板进度，加大公卫领域资金投入。此次突发公共卫生事件暴露出政府与卫生行政部门、疾病预防控制机构、医疗机构之间的沟通机制尚未完全健全，信息沟通不畅，信息整合效果差，公共卫生体系响应及决策部门信息掌握的及时性存在一定时差。针对本次疫情暴露出的问题，国家高度重视，中央及地方政府纷纷出台相应政策加快公共卫生体系建设。中央层面，“两会”中提出将发行 1 万亿元抗疫特别国债，全部转给地方主要用于公共卫生等基础设施建设和抗疫相关支出。2020 年卫健委整体支出预算达到 2222.84 亿元，同比增长 11.95%，其中投向卫生健康方面的支出预算约 2067.04 亿元，同比增长 13.76%，同比增速呈现提升趋势。地方层面，京粤江浙沪等重点五省新一轮公卫建设规划加速落地。北京和上海系统性出台公卫建设三年行动计划。

表 1：北京和上海区域卫生补短板政策

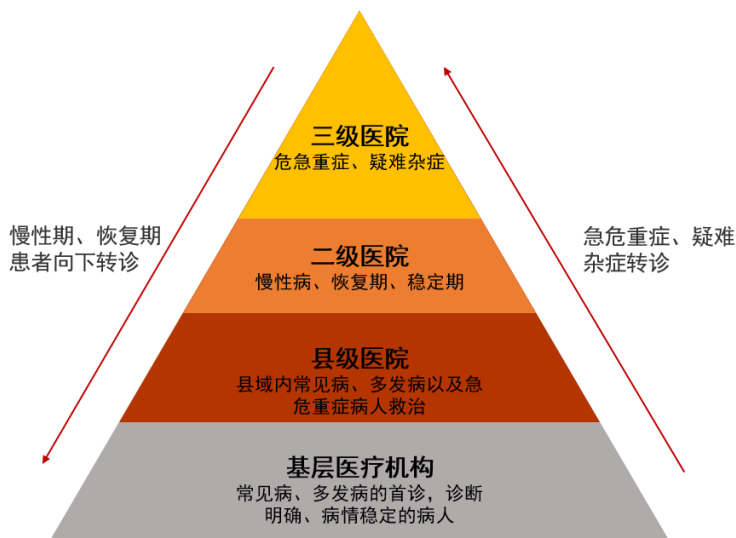
地区	主要任务	具体目标
北京	构建多层次突发公共卫生监测预警体系	到 2022 年底前，建设 189 个社区卫生服务中心发热筛查哨点。
	加强卫生专业人员培训	到 2022 年底，完成交叉培训 600 人。
	“3+2”传染病医院布局，应对重大疫情救治	2022 年底前，规划建设佑安医院新院，作为市公共卫生救治中心，在强化传染病专科特色基础上，加强综合救治以及多专业协调能力。
	增加应急医疗救治能力储备	到 2022 年，各区有 1 到 2 处公共建筑可在应急状态时转为集中医学观察点、方舱医院或后备救治场所。部分人防设施可作为战备防控物资储备库。

地区	主要任务	具体目标
上海	提高医院传染病筛查能力	到 2021 年底，全市二级以上公立医疗机构发热、呼吸、肠道门诊设置均应符合医院感染管理相关要求，具备为发热病人及时开展传染病筛查的能力。2022 年底前其他类型二、三级医院全部完成发热、呼吸、肠道门诊规范化建设，验收合格并投入使用。
	加强医院负压病房建设	到 2022 年，全市负压病房增至 700 间，其中地坛医院、佑安医院、朝阳医院等医院负压病房累计提高至 300 间，其他市级综合性医院不少于 160 间，区级医院不少于 160 间，确保每个区不少于 10 间。
	增加医用物资储备	到 2020 年底，市、区、医疗机构三级医用口罩、防护服、检测试剂等必要医用物资储备量满足 30 天以上需求。到 2022 年底，各类物资储备能满足重大突发公共卫生事件发生后 1 至 3 个月的需求。
	建设多部门融合的公共卫生应急指挥、运营和监管系统	依托政务服务“一网通办”和城市运行“一网统管”平台，实现基于多部门大数据的全市公共卫生应急指挥管理实时化、一体化。
	打造基于多源数据、多点触发的公共卫生综合监测预警系统	构建由疾控机构、医疗机构、第三方检测实验室等组成的公共卫生病原检测实验室网络和并行实验平台，提升不明原因传染病病原检测快速发现和鉴定能力。
	健全联防联控的公共卫生协同处置系统	依托市大数据资源平台，实现公共卫生基础数据整合共享，推进以人为核心的多元信息汇聚与疾病风险评估预警；建立多部门公共卫生应急数据标准和数据共享服务接口标准。

资料来源：各地卫健委官网，中信证券研究部

中长期来看，分级诊疗制度持续推进，区域联动为区卫 IT 提供持续性市场。针对各地医疗资源分布不均等问题，国家推行分级诊疗制度，推动优质医疗资源下沉，以提高基层医疗服务能力为重点，以常见病、多发病、慢性病分级诊疗为突破口，总体思路为“基层首诊、双向转诊、急慢分治、上下联动”。分级诊疗有利于解决区域医疗资源不平衡，实现各区域及区域间的充分医疗。医联体、医共体等作为分级诊疗制度的载体，其持续建设将为公卫信息化建设带来持续性市场。

图 16：分级诊疗总体思路

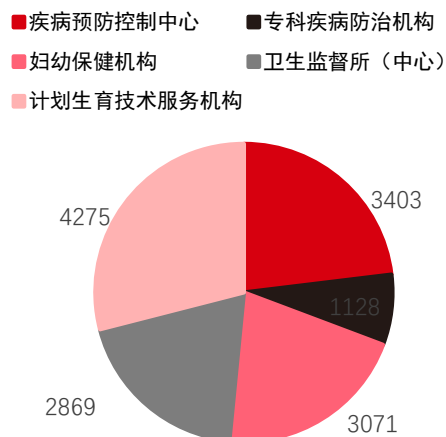


资料来源：国务院《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》，中信证券研究部绘制

区域卫生面向客群更广更下沉，对本地化服务能力要求高。根据国家卫健委发布的《2019 年我国卫生健康事业发展统计公报》，2019 年，我国共有专业公共卫生机构 15924 家，约为国内医院数量的 46%，基层医疗卫生机构 95.439 万家。目前，我国基层医疗卫

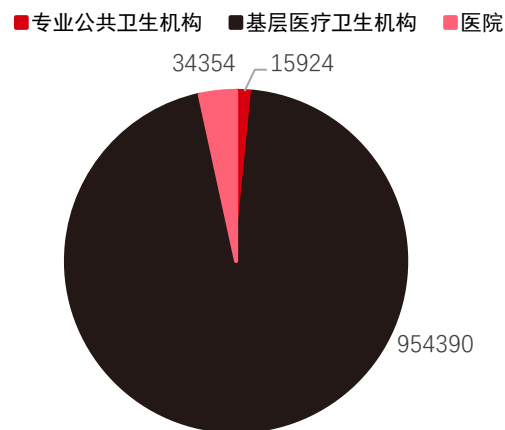
生机构和专业公共卫生机构主要依靠区域政府统筹建设，广义的公共卫生行业较医院相比具有更下沉的特征，面向客户群体更广。因为公共卫生区域属性较强，本地化服务能力较强的供应商具有更大优势。

图 17：2019 年国内专业公共卫生机构分布数量（家）



资料来源：卫健委，中信证券研究部

图 18：2019 年国内医疗卫生机构数量（家）



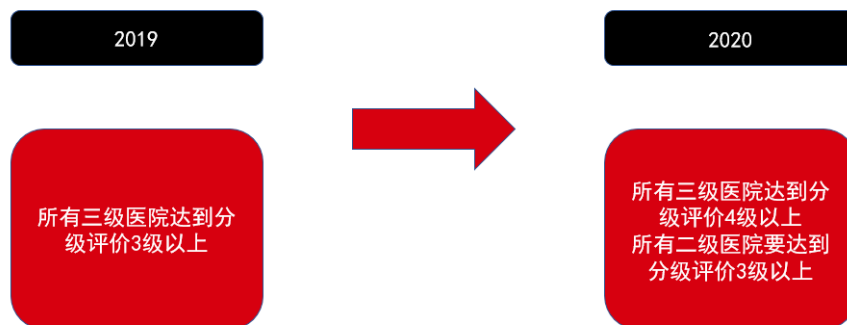
资料来源：卫健委，中信证券研究部

先发优势至关重要，龙头公司有望获得更多增量需求。由于公共卫生系统较为庞杂，建设升级周期长，新进入者的竞争力难以体现。此外，各地业务系统仍有较多差异化的需求，意味着系统产品化是一个较为长期的趋势，短期内产品线广度依然重要于标准化深度，其他厂商短期加大投入实现业务赶超经济性不足。因此具有先发优势的第一梯队企业具有更大的竞争力，可较大程度挤出其他厂商。

院内 IT：后疫情期间加速恢复，长期景气机遇仍存

上半年赛道整体承压，2020 年电子病历 4 级大考推动下半年行业订单整体恢复。2020 年上半年，资金方面，受疫情影响，医院整体医疗相关支出较多，且医院全年收入整体有所承压，信息化支出受到一定挤压，节奏方面，医院线下业务无法正常运行导致信息化项目招投标和建设整体形成一定滞后。根据卫健委要求，2020 年所有三级医院需达到分级评价 4 级以上，二级医院达到分级评价 3 级以上。疫情前提下，电子病历大考目标尚未发生变化，极大程度提升了行业下半年订单景气度，下半年起行业订单加速恢复，医院采购和招投标周期显著加速。

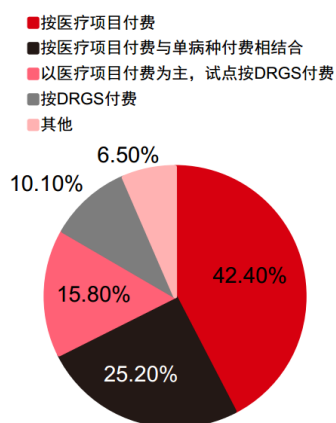
图 19：2019 至 2020 年电子病历升级要求



资料来源：卫健委官网，中信证券研究部

DRGs 中国模式确定，试点城市范围扩大，有望助推医院系统全流程升级。2019 年 6 月，国家医保局出台政策要求加快 DRGs 在全国 30 个试点城市的推进，并要求在 2021 年启动实际付费。2020 年 10 月 19 日，国家医保局发布《区域点数法总额预算和按病种分值付费试点工作方案》，指出用 1-2 年的时间将统筹地区医保总额预算与点数法相结合，实现住院以按病种分值付费为主的多元复合支付方式，该文件发布意味着基于大数据的病种分值付费 DIP 被确定为 DGRs 的中国模式。2020 年 11 月 5 日，国家医保局发布《区域点数法总额预算和按病种分值付费试点城市名单》，27 个省(市、自治区)共 71 个城市列入试点城市，DRGs 试点范围进一步扩大。根据健康界调研数据，目前已经开始采取 DRGS 付费或正在试点按 DRGs 付费的医院占比约 26%。随着政策推动，预计未来 1-3 年内采用 DRGs 的医院数量占比将达到 60.8%。院内 DRGs 的使用涉及电子病历、化验检验、用药等院内全流程系统的升级改造，DRGs 对进一步推进院内 IT 景气具有高确定性作用。

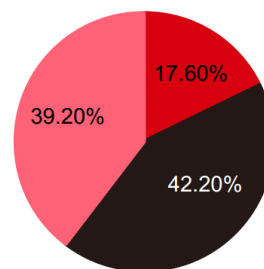
图 20：我国医院 DRGs 付费使用情况（截至 2019 年 8 月）



资料来源：健康界调研数据，中信证券研究部

图 21：我国医院 DRGs 付费推进计划（未来 1-3 年）

- 正在试点，会逐步转到按DRGS付费
- 尚未开展，但近期会开始DRGS付费的相关工作
- 不确定，目前尚无具体计划



资料来源：健康界调研数据，中信证券研究部

未来医院政策框架初现，长期景气机遇仍具较高确定性。2018 年国家医保局成立以来，密集出台一系列医疗信息化相关政策，与以往相比，本轮政策密集度更高、针对性更一致、政策连续性更好、政策内容实质性更高，本轮医院 IT 建设的长期景气性具备更强保

障。2019 年 3 月 19 日，国家卫健委发布《医院智慧服务分级评估标准体系（试行）》，提出建立医疗机构智慧服务分级评估体系，并提出智慧医院的三大领域，即面向医务人员的“智慧医疗”、面向患者的“智慧服务”、面向医院管理的“智慧管理”，为智慧医院建设提供明确的指导。智慧医疗、智慧服务、智慧管理的未来医院雏形已现，目前智慧医疗、智慧服务已有明确的政策评级标准，智慧管理已形成行业标准，未来政策评级有望进一步出台，院内 IT 长期景气度仍具较高确定性。

表 2：医疗信息化行业政策

时间	发布机构	相关政策
2018.03.26	卫生计生委、中医药局	《关于印发进一步改善医疗服务行动计划（2018-2021 年）》
2018.04.13	国家卫健委	《全国医院信息化建设标准与规范（试行）》
2018.07.12	国家卫健委、中医药局	《关于深入开展“互联网+医疗健康”便民惠民活动的通知》
2018.08.22	国家卫健委	《关于进一步推进以电子病历为核心的医疗机构信息化 ze 作工作的通知》
2018.10.01	国家卫健委、中医药局	《互联网诊疗管理办法（试行）》、《互联网医院管理办法（试行）》、《远程医疗服务管理规范（试行）》
2018.10.26	国家卫健委	《关于公立医院开展网络支付业务的指导意见》
2018.12.03	国家卫健委	《电子病历系统应用水平分级评价管理办法（试行）》《电子病历系统应用水平分级评价标准（试行）》
2018.12.20	国家医保局	《关于申报按疾病诊断相关分组付费国家试点的通知》
2019.01.30	国务院办公厅	《国务院办公厅关于加强三级公立医院绩效考核工作的意见》
2019.02.12	国家卫健委	《关于开展“互联网+护理服务” ze 点 ze 作的通知》
2019.06.05	国家医保局、财政部、国家卫生健康委、国家中医药局	《关于印发按疾病诊断相关分组付费国家 ze 点城市名单的通知》
2019.06.06	国家医保局	《关于开展医保基金监管“两 ze 点一示范” ze 作的通知》
2019.06.27	国家医保局	《医疗保障标准化 ze 作指导意见》
2019.09.01	国家医保局	《国家医疗保障局关于完善“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的指导意见》
2019.10.16	国家医保局	《关于印发疾病诊断相关分组（DRG）付费国家 ze 点技术规范 and 分组方案的通知》
2020.02.03	国家卫健委	《国家卫生健康委办公厅关于加强信息化支撑新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控 ze 作的通知》
2020.02.07	国家卫健委	《国家卫生健康委办公厅关于在疫情防控中做好互联网诊疗咨询服务 ze 作的通知》
2020.02.17	国家卫健委	《国家卫生健康委办公厅关于加强疫情期间医疗服务管理满足群众基本就医需求的通知》
2020.03.02	国家卫健委、国家医保局	《关于推进新冠肺炎疫情防控期间开展“互联网+”医保服务的指导意见》
2020.04.24	国家医保局	《关于印发<医疗保障信息平台云计算平台规范>等三部标准的通知》
2020.05.08	国家卫健委、中医药局	《关于做好公立医疗机构“互联网+医疗服务”项目技术规范及财务管理 ze 作的通知》
2020.05.21	国家卫健委	《关于进一步完善预约诊疗制度加强智慧医院建设的通知》
2020.06.29	国家卫健委	《国家卫生健康委办公厅关于做好信息化支撑常态化疫情防控 ze 作的通知》
2020.10.19	国家医保局	《关于印发区域点数法总额预算 and 按病种分值付费 ze 点 ze 作方案的通知》
2020.11.02	国家医保局	《关于积极推进“互联网+”医疗服务医保支付 ze 作的指导意见》
2020.11.20	国家医保局	《关于印发国家医疗保障按病种分值付费（DIP）技术规范 and DIP 病种目录库（1.0 版）的通知》

资料来源：国家医保局、卫健委网站，中信证券研究部

图 22：智慧医院框架



资料来源：国家卫健委，CHIMA，中信证券研究部绘制

双轮联动：县域医共体建设加速，区卫院内一体化开启

医联体作为分级诊疗制度落实的机制载体，初期以城市医疗集团为建设核心，建设阻力较大。医联体由区域内的三级医院、二级医院、社区医院和其他医疗组织等共同组成，形成区域内分级诊疗、上下联动的互助医疗组织与系统，聚焦区域医疗资源的协同和共享。医联体共有四种模式，包括城市医疗集团、县域医共体、跨区域组建专科联盟和面向基层、边远和欠发达地区的远程医疗协作网，其中以城市医疗集团和县域医共体为主。医共体设立初期，被包含在医联体之中进行统一政策部署，这一阶段以城市医疗集团的医联体建设为分级诊疗的主要建设领域，以医疗资源发达的城市为主参与建设。但因区域内大型医院数量多，医联体关系梳理困难，医联体实质性发展受阻阻力较大，医共体建设速度也较为缓慢。

图 23：医联体的四种模式



资料来源：卫健委《关于开展医疗联合体建设试点工作的指导意见》，中信证券研究部

表 3：我国医联体相关政策

时间	发布单位	具体政策
2010 年 10 月	上海市卫生局	《关于本市区域医疗联合体试点工作指导意见的通知》
2013 年 11 月	北京市卫生局	《北京市区域医疗联合体体系建设指导意见通知》
2014 年 5 月	襄阳市政府	《关于印发襄阳市推进组建医疗联合体暨分级医疗试点实施方案的通知》
2014 年 6 月	山西省卫计委	《关于医疗联合体建设的指导意见》
2014 年 10 月	黑龙江省卫计委	《黑龙江省区域医疗机构联合体建设试点指导意见》
2015 年 1 月	天津市卫计委	《2015 年天津市建立医疗联合体服务试点工作的通知》
2015 年 3 月	山西省卫计委	《山西省县乡医联体试点工作指导意见》
2015 年 8 月	浙江省卫计委	《关于市级医院与主城区社区卫生服务中心开展紧密型医联体工作的实施意见（试行）》
2015 年 8 月	青海省卫计委	《关于印发青海省建立区域型医疗联合体实施方案的通知》
2015 年 9 月	江苏省卫计委	《关于推进纵向医疗联合体建设的指导意见》
2015 年 12 月	福建省卫计委	《福建省推进医疗联合体建设指导意见（试行）》
2016 年 6 月	长沙市卫计委	《长沙市建立医疗卫生服务联合体工作实施方案》
2016 年 12 月	国家卫计委	《关于开展医疗联合体建设试点工作的指导意见》
2017 年 1 月	山东省卫计委	《关于开展医疗联合体建设试点工作实施方案的通知》
2017 年 3 月	海南省卫计委	《关于开展医疗联合体试点建设和发展的指导意见》
2017 年 4 月	国务院	《关于推进医疗联合体建设和发展的指导意见》
2017 年 5 月	四川省卫计委	《关于推进医疗联合体建设和发展的实施意见（征求意见稿）》
2017 年 9 月	宁夏人民政府	《宁夏回族自治区关于推进医疗联合体建设和发展的实施方案》
2018 年 4 月	河北省卫计委	《河北省医联体建设试点工作方案》
2018 年 8 月	国家卫健委	《医疗联合体综合绩效考核工作方案（试行）》
2018 年 10 月	江苏省卫计委	《关于加快推进紧密型医联体建设试点工作的通知》
2019 年 5 月	国家卫健委	《关于开展城市医疗联合体建设试点工作的通知》
2019 年 8 月	国家卫健委	《关于印发城市医疗联合体建设试点城市名单的通知》
2020 年 7 月	国家卫健委	《关于印发医疗联合体管理办法（试行）的通知》

资料来源：各地卫健委官网，中信证券研究部

2019 年起，县域医共体成为建设重点，极大程度地整合医疗资源。县域医共体以县级医院为龙头、乡镇卫生院为枢纽、村卫生室为基础，构建三级联动的县域医疗服务体系。县域医共体作为以县级医院为龙头的紧密型医疗集团，能极大地整合医疗资源，让居民在家门口享受到便捷的就诊服务。2019 年 5 月 28 日，国家卫健委、国家中医药管理局发布《关于推进紧密型县域医疗卫生共同体建设的通知》，要求到 2020 年底，在 500 个县初步建成目标明确、权责清晰、分工协作的新型县域医疗卫生服务体系。2019 年 8 月 30 日，《关于印发紧密型县域医疗卫生共同体建设试点省和试点县名单的通知》正式发布，确定山西省和浙江省为试点省，北京市西城区等 567 个县为试点县，试点总数量高达 775 个县，覆盖较为全面。2020 年 9 月，国家卫健委下发《关于印发紧密型县域医疗卫生共同体建设评判标准和监测指标体系（试行）的通知》，县域医共体建设显著加速。

表 4：我国医共体相关政策

时间	发布单位	具体政策
2015 年 5 月	安徽省卫计委	《关于开展县域医疗服务共同体试点工作的指导意见》
2018 年 9 月	浙江省政府办	《关于全面推进县域医疗卫生服务共同体建设的意见》
2019 年 1 月	黑龙江省卫健委	《关于印发黑龙江省县域医共体考核实施细则（试行）的通知》
2019 年 4 月	湖北省卫健委	《省人民政府办公厅关于全面推开县域医疗共同体建设的实施意见》
2019 年 5 月	青海省政府	《青海省深化县域综合医改暨紧密型医疗服务共同体建设实施方案》

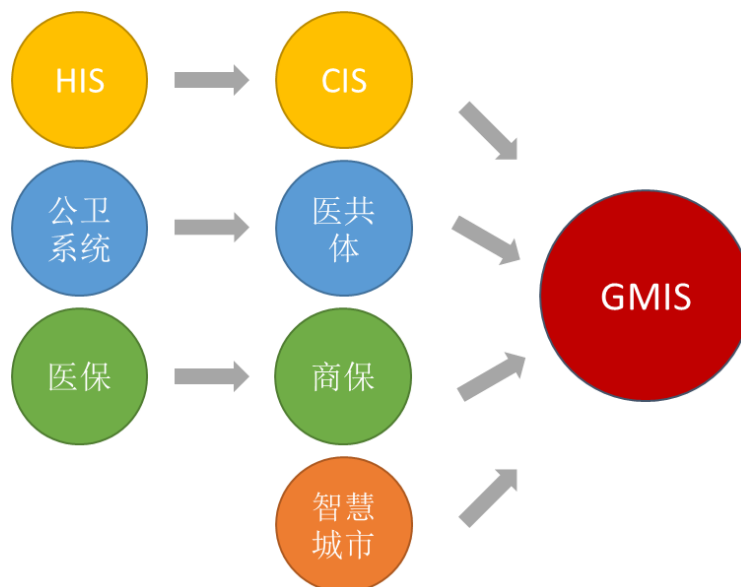
时间	发布单位	具体政策
2019 年 5 月	国家卫健委	《关于开展紧密型县域医疗卫生共同体建设试点的指导方案》
2019 年 6 月	安徽省卫健委	《安徽省人民政府办公厅关于推进紧密型县域医共体建设的意见》
2019 年 6 月	福建省卫健委	《福建省卫生健康委员会关于做好紧密型医疗卫生共同体试点县遴选工作的通知》
2019 年 6 月	贵州省卫健委	《关于印发全面推进紧密型县域医疗卫生共同体建设发展实施意见的通知》
2019 年 7 月	浙江省卫健委	《关于推进全省县域医共体基本医疗保险支付方式改革的意见》
2019 年 9 月	四川省卫健委	《关于印发四川省紧密型县域医疗卫生共同体建设试点实施方案的通知》
2019 年 10 月	广东省卫健委	《广东省加强紧密型县域医疗卫生共同体建设实施方案》
2019 年 12 月	湖北省政府办	《关于全面推开县域医共体建设的实施意见》
2020 年 1 月	国家卫健委	《紧密型县域医共体信息化建设指南及考核评价体系》
2020 年 1 月	广西卫健委	《广西紧密型县域医疗卫生共同体试点建设实施方案（试行）》
2020 年 6 月	四川省卫健委	《关于推进紧密型县域医疗卫生共同体医疗保障管理改革的意见（试行）》
2020 年 6 月	重庆市卫健委	《重庆市区县域医共体“三通”建设工作方案》
2020 年 8 月	林芝市人民政府	《林芝市紧密型县域医疗卫生共同体建设指导意见》
2020 年 9 月	国家卫健委	《关于印发紧密型县域医疗卫生共同体建设评判标准和监测指标体系（试行）的通知》

资料来源：各地卫健委及人民政府网站，中信证券研究部

医共体建设依赖于医疗信息系统互联互通，区卫院内一体化建设开启。医共体建设将县级医疗机构向下与乡镇卫生院、村卫生室连接，向上与城市三级医院连接，各级医疗机构之间信息资源的互通将带动对院内信息化建设的需求。县级医疗机构和基层医疗机构内部医疗管理、医疗服务、绩效管理等从技术层面也对院内信息化建设提出要求。区域卫生方面，医共体建设以实现全体居民的健康为目标，建设全民健康信息平台，推动医疗卫生信息共享，增加区域卫生信息化水平方面需求。目前，县域医共体的建设资金主要由当地政府承担，区卫 IT 业内厂商相对根据优势，有望通过县域医共体建设拓展医院客户。

长期来看，区卫+院内联动形成 GMIS 大势所趋。区域公共医疗系统（GMIS，Global Medical Information Service）是指通过运用信息和通讯技术把社会医疗资源和服务连接起来整合为一个系统，实现区域医疗卫生服务。GMIS 是公卫信息化建设最终的形态，目前，美国等海外国家在区域医疗卫生信息化方面各领域连通配合已达到较高水平，但国内目前各领域机构的信息之间互联互通水平仍较低。未来，打通各领域，实现数据可收集、可分析，从而优化政府监管及决策，国内区卫 IT 和院内 IT 建设的共同方向。

图 24：医疗信息化建设进程



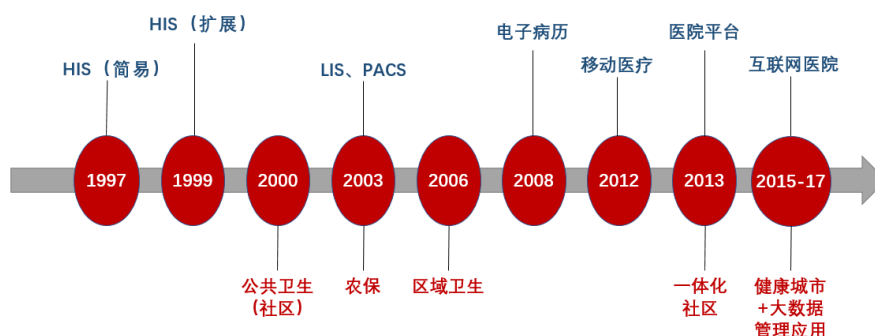
资料来源：中信证券研究部

■ “一体”：深化区卫市场力，强化院内产品力

区域卫生护航前期成长，医院端协同拓展提升整体竞争力

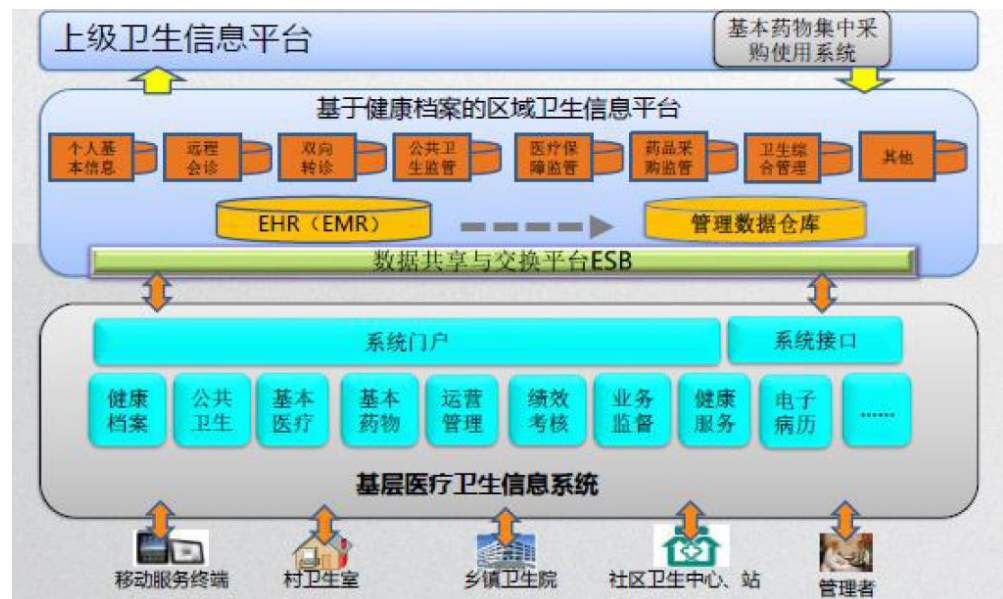
公司的区域卫生业务起步早于同行，非典疫情后获得高速增长。创业慧康区域卫生方面先发优势明显，产品更新换代和市场占有抢占先机。2003 年非典疫情爆发后，国家政策层面从专注医院端信息化建设转向加大公共卫生领域建设投入力度，特别关注基层医疗方面如双向转诊、资源管理、临床服务、卫生监管、绩效考核等。借助政策鼓励，公司逐步探索公共卫生领域，推出了区域一体化医院信息、人口健康档案、疫情上报与应急指挥、远程医疗等系统。

图 25：创业慧康医院及区卫信息化发展历程



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 26：创业慧康公卫信息化应用软件



资料来源：公司公告

前期打造多个国家级标杆案例，树立了公司在区卫 IT 领域品牌力和竞争力。2005-2006 年公司承建上海闵行区卫生建设，是公司打造的全国性区卫领域标杆案例。在闵行的区域卫生系统建设中，创业将医院信息系统推广应用，对闵行区 12 家社区卫生服务中心和 2 家二级医院的信息系统进行分析，对不适合发展的系统重新建设，对满足要求的原有系统进行完善和规范，使全区的社区服务中心和医院基本都实现了数字化医院建设。此外，创业还结合闵行区实际需求，开发以绩效考核为核心的新型社区卫生信息系统和集基本诊疗、卫生保健为一体的全科医生工作站，并在全部社区卫生服务中心下属的 200 多个社区卫生服务团队中推广使用，使社区卫生团队的基本诊疗和保健工作全部实现标准化。闵行区域卫生平台的成功建设，使闵行区的居民就近看病、免费体检、免费挂号，慢病监控、孕婴保健水平显著提高。闵行案例带来了较好示范效应，公司以闵行项目进入此前从未进入的上海医院市场。基于上海闵行模式，公司将业务向中山、武汉等城市拓展，将业务范围从区级向市级区域拓展。

图 27：闵行区区域卫生信息化平台所实现的主要功能

- 1、推广和完善全区医院信息系统（包括HIS、LIS、RIS、EMR等）
- 2、推广以全科医生工作站为核心的社区卫生服务信息系统
- 3、建设全区卫生数据中心和信息交换平台，制定卫生信息标准，完成卫生资源纵向和横向整合
- 4、将城镇医疗保障系统和新农村合作医疗保险系统整合到整个医疗卫生服务平台
- 5、建立全区统一药品招投标采购和配送系统和机制，有效降低药品成本，降低居民诊疗费用
- 6、建设个人电子健康记录EHR在全市医疗机构之间的共享与交换，实现医院、社区服务中心对辖区居民的全程健康服务

资料来源：中国数字医疗网，中信证券研究部

后期依托区卫业务快速向医院端业务延伸，医院端营收已稳定在 50%左右。2008 年起，公司在区卫业务相对成熟之际，加速了在医院 IT 方面的产品及业务拓展。产品上，公司推出了如电子病历、移动医疗、医院平台、医院管理信息系统、医院临床信息系统等。业务上，区卫项目对公司医院业务拓展起到关键作用，如闵行约 4000 万元第三期项目多数为当地医院建设项目，如中山项目在三年建设期后公司在中上市医院中市占率由约 20% 提升至约 80%。目前，医院端业务占营收比重已和区卫接近，医院和区卫两方面业务连续几年保持相近增速，整体发展较为均衡，公司在医疗 IT 行业的整体竞争力不断提升。

表 5：创业慧康近期医院及区域卫生业务案例

时间	地区	发展
2013	上海	与上海市闵行区龙柏社区卫生服务中心共建的三大基地成立；上海市吴泾医院通过电子病历五级评审；上海市杨浦区大桥社区卫生服务中心试点启动医疗救助“一站式”服务
2013	浙江	创业软件成为浙江省“智慧医疗”技术创新综合试点企业
2014	浙江	浙江省桐乡市第一人民医院“诊间结算·银医通”正式开通
2015	江苏	江阴市人民医院通过电子病历五级现场评审
2015	广东	深圳市智慧医疗项目正式启动；中山市举行区域卫生信息平台暨便民就医工程开通仪式
2016	江苏	苏州市举行《创业软件掌上医院支付平台》项目签约启动仪式；“苏州市中医医院”APP 正式上线
2016	广西	广西柳州市全民健康“一卡通”项目验收成功
2016	上海	上海市东方医院南、北两院互联互通项目正式上线；上海市闵行区古美社区卫生服务中心荣获六级电子健康档案证书
2017	湖北	由公司承建的“健康武汉”APP 正式上线，看病就诊实现“三通”
2017	福建	创业软件中标福建医科大学附属协和医院“医疗大数据挖掘分析平台”项目
2017	浙江	创业软件助力台州恩泽医疗中心（集团）浙江省台州医院通过 HIMSS EMRAM（住院）六级评审；由公司承建的健康桐乡 APP 2.0 正式上线，桐乡互联网+医疗又迈新步伐
2017	云南	创业软件助力昆明市第一人民医院甘美国际医院通过 JCI 评审
2017	安徽	由公司承建的定远县家庭医生签约服务“定远模式”备受好评，作为家庭医生签约服务“五种模式”之一向全国推广
2018	四川	创业软件股份有限公司、成都中医药大学数字医药研究所签约共建数字化中医院整体解决方案

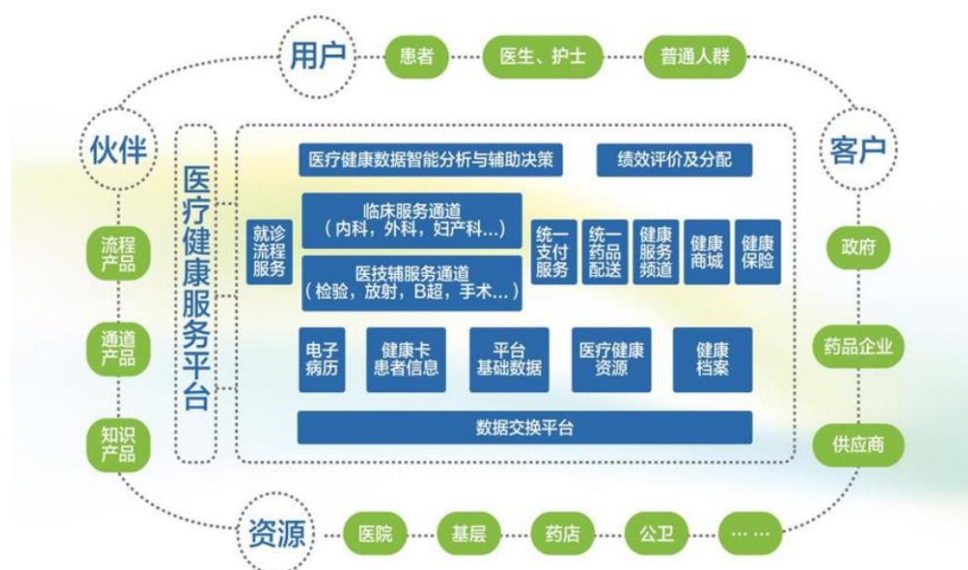
时间	地区	发展
2018	北京、上海、宁夏	由创业软件 GDPcloud 多学科远程诊断平台为媒介、联合上海、北京、银川三地的疑难病症 MDT 远程协同会诊；创业软件向中国宋庆龄基金会捐赠宁夏彭阳县乡村一体化医疗卫生信息系统（价值人民币 1848.18 万元），用于支持宁夏回族自治区彭阳县医疗卫生事业；创业软件承建上海申康中心无线医护项目顺利通过验收；创业软件助力上海市闵行区“捷医”服务平台全面启动
2018	山东	创业软件以 52800000 元中标淄博市中心医院信息化建设项目
2018	福建	福建医科大学附属协和医院基于大数据的智能医院建设项目结果公告：中标供应商：创业软件，中标金额 147355755 元
2019	北京	创业慧康成功中标北京大兴国际机场急救中心院前急救系统，打造智能、高效的机场医疗救援体系；创业慧康助力北京市医耗联动综合改革正式实施，顺利完成北京市 267 家医疗机构信息系统运行平稳、工作正常
2019	新疆	创业慧康与乌鲁木齐市人民政府签约，共建全民健康服务信息化平台
2019	江苏	创业慧康为江苏省中医院开发全新互联网医院模式，获江苏省首批互联网医院运营牌照；一站式健康信息服务平台——“江苏健康通 APP”同步启动运行
2019	广东	创业慧康助力珠海智慧医疗，“健康珠海”APP 及微信公众号正式上线；佛山市南海区人民医院 5G 互联网+智慧医院建设项目正式启动，创业慧康助力打造医疗健康服务全流程闭环；创业慧康“社康通”小程序于深圳市正式上线，应用互联网技术，将便民医疗服务化繁为简

资料来源：公司官网，中信证券研究部

深化区卫市场力，携手平安加速健康城市异地复制

基于前期闵行区的成功实践，公司拓展了健康中山项目，并创新性推出“建设+运营”模式。健康中山项目是首个区域医疗信息平台建设的运营项目，具有三年建设期和十年运营期，建设期内，公司搭建完成中山市区域卫生信息平台，在中山市医院占有率先由约 20% 提升至约 80%。2019 年中山项目进入运营期，截止 2019 年末，健康中山 APP 已覆盖中山市、镇（街道）、村（居）三级卫生计生信息专网，累计生成健康档案数总数 250 万余份，已覆盖全市医疗机构、社区卫生服务中心及基层卫生站，接入预约挂号平台，预约挂号累计上传号源 703.1 万，线上诊间支付，累计交易金额 16.27 亿。护理服务已接入全市 17 家医院，提供 77 项护理项目，累计护理服务总时长达 1050 小时。

图 28：健康中山模式构架



资料来源：公司公告

平安战略入股，未来公司协同平安智慧城市，将进一步加速健康中山项目的异地复制。2020年5月，公司与中国平安达成股权转让协议，拟向平安指定方转让5.00%的上市公司股权。公司与平安的合作将首先聚焦健康城市建设。平安在智慧城市领域具有较大优势，预计公司将通过平安获得更多健康城市项目，目前在珠海、中山等地均已业务协同落地。此外，公司将依托自身实力加速健康城市异地复制，公司于2019年与自贡市卫生健康信息中心合作，获得健康自贡的10年运营期（含建设期），健康中山模式得到异地复制，后续有望进一步加快。

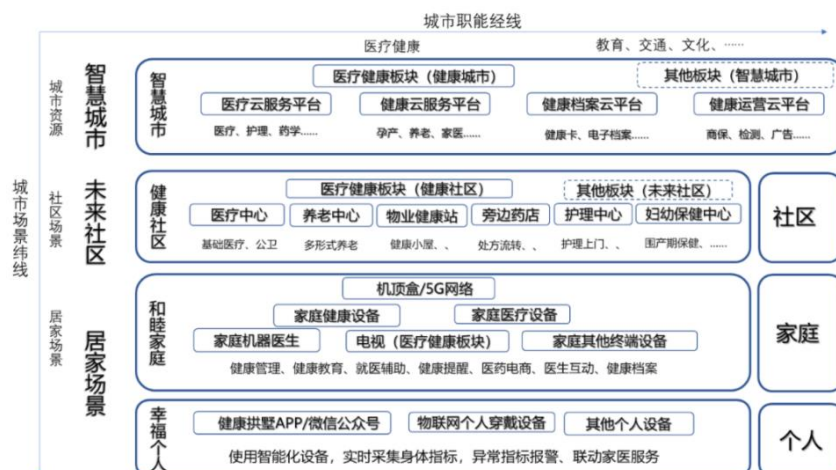
图 29：创业与平安智慧城市方面合作要点



资料来源：创业慧康与中国平安合作发布会，中信证券研究部

推动健康城市由“建设+运营”模式向“运营为主”的模式演进。在公司接下来拓展的健康城市业务中，公司计划从过去的“建设+运营”模式转变为以运营为主，从过去单纯和政府签约、与卫健委合作转变为积极与大数据局、卫计局、城投等多方单位合作，合作模式也渐趋多样性：（1）与市政府进行的平台类合作，主要帮助城市搭建互联网医疗卫生和健康平台；（2）和地方大数据局合作，主要围绕数据运营；（3）和卫计局合作，主要围绕健康城市相关产品，包括健康管理和医疗。公司此前在中山的客户积累有限，在自贡的前期客户积累具有较大的优势，自贡区域卫生项目建设期将较健康中山建设工期大大缩短，人口健康信息平台核心基础平台等已完成验收。我们认为，以运营为主的模式，将有利于进一步发挥公司在优势区域的客户优势。

图 30：创业慧康城市医疗信息化经纬相联多维建设

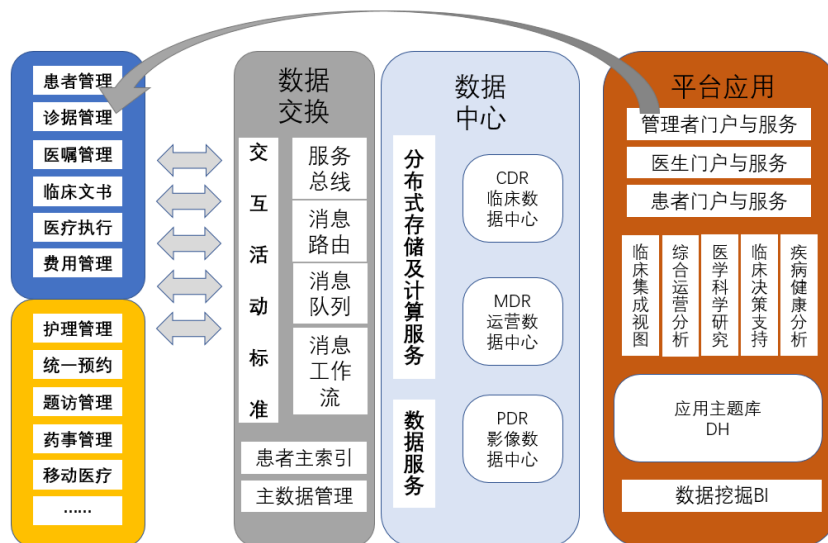


资料来源：动脉网

强化院内产品力，推广优化平台型新一代产品

医院 IT 进入“双通道”发展阶段，驱动公司全新产品研发。目前，医院 IT 发展面临新机遇，院内从功能流程到智慧一体，院外包括患者全程健康服务和医疗协作等。医院 IT 的发展要求各级医院达到国家对医院信息化建设的要求，如电子病历考核、互联互通成熟度、智慧医院评级等，最终实现院内智慧一体、院际互联互通、患者健康全程的智慧医院信息化建设目标。全新的发展阶段给公司院内产品带来了新的发展机遇，公司需要研发新产品以满足医院所面临的各方面要求。新时期，医疗健康信息化的发展方向是为整合型医疗提供核心产品与解决方案，既要满足医疗机构面向卫健委的分级诊疗、医疗行为规范、医院管理、绩效评价等要求；又要满足医疗机构面向医保局智能控费、行为监管、成本监管等要求；未来，还要满足商保协同的要求。

图 31：创业慧康医院信息化业务



资料来源：公司公告，公司官网，中信证券研究部绘制

聚焦研发，新一代“多态智联”平台型系统推出。2020年初，创业慧康在协办的“中国数字医学前沿论坛——多态智联智慧服务研讨”会议上推出全新产品多态智联(Adaptive Intelligent Interoperability, 简称 AI²)大型医疗机构(集团)管理信息系统(HI-HIS6.0)。多态智联是全新一代的平台型 HIS 系统，注重多组织架构、流程调整、业务整合与协同、决策预警、战略管控等，能有效帮助医院实现院内业务一体、院外的医卫健一体、集团管理上下一体等。传统的 HIS 系统只涉及医院门诊、住院、药房药库等业务流程，不包括临床、仪器、电子病历；而创业的多态智联平台型 HIS 系统则突破原有 HIS 既定范围，整合原有 HIS、临床、医械、电子病历等，采用全新技术，其技术形态和覆盖范围与传统 HIS 相比都有了较大突破。

图 32：创业慧康全新一代平台型 HIS 系统



资料来源：HIT 专家网

产品化及研发效率提升，公司医院项目交付效率得到进一步加强。2019 年公司将基础研发和应用研发分离，基础研发部分主要负责开发新产品、新技术，应用研发部分紧贴医院，快速给医院解决技术问题。将研发体系一分为二后，应用研发效率大大提高。从技术层面看，公司快速交付具备可行性，对于规模健全、各科室配合充分的医疗机构，工程耗时有望缩减至之前的 50%。2019 年起，公司就在实践中实现医院项目快速交付，2020 年在疫情影响下快速交付项目得到进一步应用。目前，公司多态智联新产品已在三家三级医疗机构落地，未来有望推广至更多客户。

图 33：创业慧康部分快速交付项目

新泰人民医院	吉林互联网医疗项目	同济大学附属东方医院
1个月完成HIS系统的培训到线上的切换工作，同时完成多学科远程会诊平台及互联网医院平台建设。	2周时间完成安装、部署和调试系统的工作并正式启用投入	为国家救援队搭建急救系统，实现了快速交付，为医疗救援队提供更加高效的会诊系统

资料来源：公司公告，中信证券研究部绘制

■ “两翼”：完善院内产品体系，新赛道力求新增量

医卫互联网：多方合作抓住风口，发挥健康城市试验田优势

面向互联网医疗风口，持续创新“互联网+医疗健康”业务。公司积极响应国家关于“互联网+医疗健康”发展意见，借助大数据、移动支付、人工智能等新兴技术，打造各类服务云平台，形成“便民、惠民、智慧、智能”为核心的“未来医疗”新模式。目前公司已具有互联网医院云平台、妇幼智慧云平台、电商云平台、护理云平台、聚合支付云平台、智能一站式终端服务平台、商业保险综合服务一体化解决方案等多款医卫互联网产品。

图 34：创业慧康医卫互联网业务



资料来源：公司公告

多项互联网新业务稳步运行，疫情后期互联网医院建设显著加速。创业慧康处方流转业务试点上线，商保、电商、护理等新业务稳步运行。2019 年公司作为第三方的医疗信息化厂商对接了 13 家医院处方流转业务平台的搭建，和保险公司也实现了商保对接。在聚合支付方面，2019 年新增 400 多家客户，通过聚合支付平台全年实现交易额将近 80 亿，

笔数近 4590 万。2019 年公司建设互联网医院 100 余家，2020 年疫情期间共上线 300 余家互联网医院，并承建了 2 个省级的互联网医院监管平台。

图 35：创业慧康 2019 年医卫互联网业务成果

处方流转业务

- 报告期内，公司作为中立第三方的医疗信息化厂商积极参与处方流转业务平台搭建，截止目前“互联网+处方流转业务”全年完成签约 13 家医院。

商业保险理赔运营业务

- 报告期内，公司以“健康中山”商保理赔运营业务合作经验为基础，积极拓展了线上商业保险理赔业务的应用场景和运营模式，目前已经与平安、众安、太平、泰康、人寿等保险公司在全国范围的医院客户中推广，已实现多家医院与商保接口的对接上线，实现了商保线上理赔服务和运营收入零突破。

聚合支付业务

- 报告期内，实现 400 多家新增客户的医疗信息化软件平台与公司聚合支付平台实现对接，实现交易额 79.95 亿，交易笔数共计 4,590 万笔。

云护理服务业务

- 2019 年下半年，公司向全国医院客户推出公有云护理云平台，通过互联网信息技术，整合第三方市场资源，连接了网约护士、院内康复、居家康养等服务场景。截止到目前平台实现签约机构数 28 家，平台护士服务资源已超千人。

互联网医院业务

- 报告期内，互联网医院及区域性的互联网项目客户数量稳步增长，在单体大型医疗机构方面，公司重点投入北京儿童医院、湘潭市中心医院等为代表的大型公立医院的互联网医院建设，以树立样板客户。

资料来源：公司公告，中信证券研究部

积极拓展合作伙伴，健全“互联网+医疗健康”运营服务体系。公司在处方流转、互联网+护理、电商业务方面与多家第三方运营厂商合作，在互联网线上商业保险理赔业务方面与平安、众安、太平、泰康、人寿等保险公司合作，“互联网+医疗健康”方面与蚂蚁金服、腾讯、华为、平安等合作。公司还在 2019 年与上海新虹桥国际医学中心合作，利用“新虹桥医学园区”集约化的医疗资源优势形成双向互联互通共融共享合作模式，通过信息化手段促进和诺医疗资源纵向流动，提高优质医疗资源可及性和医疗服务整体效率，并探索“互联网+医疗健康”下的可持续发展的商业模式，为搭建聚合支付平台、健康商城平台等技术平台，并开展技术服务及运营合作。

图 36：创业慧康医卫互联网合作伙伴



资料来源：公司官网

健康城市项目为公司互联网业务发展提供试验田。2019 年是中山项目建成后首年运营，公司在提升中山市区域医疗环境的同时，为居民、医疗卫生从业人员及卫生管理者提供线上、线下全方位的信息化便捷健康管理服务，在预约挂号、健康中山 APP、聚合支付、商保线上理赔、线上商城等的基础上探索运营新模式，开拓数据运营服务。公司与多家民营医院展开合作，将民营医疗机构统一接入中山市区域卫生信息平台，在中山区域实现就医档案调阅、预约挂号、便捷支付、双向转诊、电子健康卡等功能。公司还与制药企业阿斯利康签订《珠三角城市慢性肾脏病防治行动项目协议书》，通过中山市大数据运营平台梳理整合数据，在慢性肾病研究领域寻求突破。健康城市为公司互联网业务提供了试验田，在健康城市项目中孵化的互联网业态未来将有望作为公司独立业务线向全国推广。

图 37：健康中山运营成果

健康中山APP

- 已覆盖中山市、镇（街道）、村（居）三级卫生计生信息专网，累计生成健康档案数总数250 万余份；通过健康中山APP 居民端，中山市居民可实现一院办卡，全市通用，实现了网上预约挂号、线上统一支付、检验检查结果查询、健康咨询等功能。目前，已覆盖全市医疗机构、社区卫生服务中心及基层卫生站，接入预约挂号平台，预约挂号累计上传号源703.1万，线上诊间支付，累计交易金额16.27亿。

建成覆盖全市的中山市互联网医院云平台

- 打通从院内到院外、从信息流到资金流、从医疗到健康服务的闭环，为居民提供在线咨询、复诊、处方流转功能。目前已接入中山市全部三甲医院、部分二甲医院，实现注册医师在线服务咨询，在线复诊及在线处方流转。

建成覆盖中山市的互联网护理服务云平台

- 由用户端、医护端、医院端、监管端组成，医院护士在互联网护理服务云平台上注册，为卧床老人、孕产妇等居民提供“线上申请、线下服务”的护理服务。开通5个月以来，已接入全市17家医院，提供77项护理项目，累计护理服务总时长达1,050小时。

建立全市统一的智能雾化云平台

- 公司携手设备厂商、医院，整合雾化治疗与康复管理的上下游资源，优化各级医疗机构呼吸疾病诊疗流程，帮助患者实现从发现-诊断-治疗-康复-护理的全病程管理。

资料来源：公司公告，中信证券研究部

医卫物联网：加速博泰向物联网转型，探索“未来医疗”新模式

率先抢占医疗物联网行业高地，加速博泰人员和业务向医疗端持续转型。公司物联网业务主要依靠旗下慧康物联网（原博泰服务）进行，医疗端与原有金融服务端共同发展。近期公司持续推进物联网样板项目建设，持续加强医疗物联网项目销售工作，物联网业务向医疗端转型。截至 2020 年上半年，公司已在深圳平乐骨伤科医院、乐清市人民医院、温州市中心医院、兰州大学第一医院、苏州市立医院推出数字病房样板项目，为后续推进物联网业务建设、抢占市场奠定基础。

图 38：创业慧康医疗卫生智慧物联网应用产品及服务板块



资料来源：公司公告，中信证券研究部

丰富物联网产品，探索“未来医疗”新模式。创业慧康物联网业务包括接入基础平台、智慧患者服务、医院导航系统、共享陪护床、数字病房、人员智能定位管理、智慧管理服务、数据安全服务、IT 运维管理、医疗设备管理、环境能耗管理等，从各个环节满足医院信息化建设的需求。公司依托大数据应用技术和健康城市运营业务进行整体市场布局，以“未来医疗”新模式为基础构建医疗健康产业的物联网生态体系。目前，公司基于智慧物联支撑平台，开发便民服务、临床应用、运营管理、健康服务等多个板块。2020 年上半年，公司智慧物联网接入基础平台 V1 正式落地，连通医疗行业应用及物联网终端。公司医疗物联网业务有望实现翻倍增长，未来，公司将根据院内场景需求，进一步定向打造物联网产品。

图 39：基于物联网的智慧医院业务应用



资料来源：公司官网

医保：中标国家平台关键包，填补前期空白力争下沉市场

省级医保信息平台建设项目招标加速，项目招标金额超预期。2019 年国家医保局医疗保障信息平台建设工程项目招标完成，根据国家要求，2019 年底前应完成省级信息平台设计、立项等前期建设工作，2020 年底前应完成医保信息化项目招标、建设，2021 年各地完成项目验收工作。目前，各地方省级平台招标已陆续开展，目前已有 12 个省份完成了招标工作，主要集中在今年下半年，预计其他省份将快速跟进。在目前已经完成医保信息化平台招标的省份中，青海省中标金额达 2.66 亿元，海南、山西、广东、贵州等省份中标金额均突破 1 亿元。据此推算，全国省级医保信息化平台建设规模有望达到数十亿元。

公司联合中标国家医保局医疗保障信息平台建设工程第 8 包，保障公司医保领域市场竞争力。第 8 包属于医保核心业务系统，对医保支付、医保定价、医保监管三大医保核心职能的履行发挥基础作用，包括基础信息管理子系统、医保业务基础子系统、应用支撑平台子系统，能够规范全国统一医疗保障经办标准，汇聚全国数据，建设标准化的应用支撑环境，打造标准化、智能化、便捷化的医疗保障信息化体系。国家医保局医疗保障信息平台建设工程第 8 包的成功中标和建设推进，为公司在新医保格局下参与市场竞争奠定了良好基础。

表 6：国家医保局医疗保障信息平台建设工程业务应用软件采购项目中标情况

项目	中标（万元）	预算（万元）	中标金额/预算金额	中标人	中标占比	预算占比
第 1 包 内部统一门户子系统、内部控制子系统	259	502	51.59%	东软集团	15.29%	7.08%
第 2 包 跨省异地就医管理子系统	199	553	35.99%	久远银海	11.75%	7.80%
第 3 包 支付方式管理子系统、医疗服务价格管理子系统	83	360.5	23.02%	创智和宇	4.90%	5.08%
第 4 包 药品和医用耗材招采管理子系统	168	735	22.86%	厦门海西医药交易中心	9.92%	10.37%
第 5 包 公共服务子系统、信用评价管理子系统	268	763	35.12%	易联众	15.82%	10.76%
第 6 包 基金运行及审计监管子系统、医疗保障智能监管子系统	328	953	34.42%	卫宁科技	19.36%	13.44%
第 7 包 宏观决策大数据应用子系统、运行监测子系统	207.4	1480	14.01%	平安医保科技	12.24%	20.88%
第 8 包 基础信息管理子系统/医保业务基础子系统/应用支撑平台子系统	100	1393	7.18%	易联众/久远银海/创业慧康	5.90%	19.65%
第 9 包 应用系统集成服务	81.8	350	23.37%	东华软件	4.83%	4.94%

资料来源：采招网，中信证券研究部

公司有望在优势区域中标，填补医保领域空白，未来进一步探索下沉市一级医保增量。

目前各省仍在招标过程中，未来市级招标也会逐渐开展。根据目前已完成招标的各省份医保信息平台项目中标结果，中标企业多为当地企业或在当地知名度较高的企业。创业慧康全国化布局较好，在多个省份都有业务覆盖；加之目前创业慧康已经中标国家医保信息平台建设项目，参与国家医保标准制定，未来有望在优势省份中标，填补医保领域空白。创业与易联众、久远银海联合中标国家医保局项目第八包，对于竞争省级、市级项目的优势的意义远大于国家医保局项目本身的中标金额。国家医保局项目的中标，意味着公司能够得到国家标准制定的权利，之后各省级医保信息平台项目将使用公司研发出的产品模板。随着医保 IT 领域的深入，公司预计将逐渐获得市级下沉市场。

图 40：创业慧康省级智慧医疗保障信息平台



资料来源：公司公告，中信证券研究部

风险提示

- 1、区卫补短板政策不及预期；
- 2、医院信息化支出回暖不及预期。

盈利预测与估值

盈利预测

1、主营业务收入预测关键假设：2020 年疫情期间订单整体延后影响，当期收入增速或有一定比例下滑，2021-2022 年，预计行业层面医院 IT 支出恢复、区卫 IT 支出提升，公司层面多态智联新产品、物联网/互联网/医保等新业务放量，整体收入恢复高增。分产品看，软件销售增速和占比将持续快于服务和系统集成，公司整体毛利率水平稳中有升。

表 7：创业慧康收入预测（单位：百万元）

产品收入拆分	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
一、软件销售					
收入	352.15	461.62	572.41	784.20	1,090.04
同比	22.4%	31.1%	24.0%	37.0%	39.0%
毛利率	62.99%	62.76%	63.5%	64.5%	65.0%
二、服务收入					
收入	631.62	695.24	827.34	1,050.72	1,355.42
同比	-8.2%	10.1%	19.0%	27.0%	29.0%

产品收入拆分	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	54.62%	58.74%	57.0%	56.0%	56.0%
三、系统设备集成					
收入	178.39	190.10	224.32	273.67	333.87
同比	40.9%	6.6%	18.0%	22.0%	22.0%
毛利率	18.18%	18.03%	19.0%	19.0%	19.0%
四、其他					
收入	128.13	132.86	143.49	154.97	167.37
同比	152.6%	3.7%	8.0%	8.0%	8.0%
毛利率	33.35%	44.01%	41.15%	41.15%	41.15%
整体					
收入	1,290.29	1,479.82	1,767.55	2,263.55	2,946.70
同比	11.9%	14.7%	19.4%	28.1%	30.2%
毛利率	49.75%	53.45%	53.00%	53.45%	54.29%

资料来源：公司年报，中信证券研究部预测

2、费用率预测关键假设：受疫情影响，公司于 2020 年当期费用率整体有小幅提升，预计后期有望快速回落，至 2022 年整体回归至 2019 年全年水平。

表 8：创业慧康费用预测（单位：百万元）

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
销售费用	119.47	150.42	190.90	237.67	306.46
销售费用率	9.26%	10.16%	10.80%	10.50%	10.40%
管理费用	151.71	170.29	212.11	264.84	338.87
管理费用率	11.76%	11.51%	12.00%	11.70%	11.50%
研发费用	129.85	138.08	182.06	226.36	288.78
研发费用率	11.8%	11.5%	12.00%	11.70%	11.50%
财务费用	7.54	5.75	0.34	4.64	7.12
财务费用率	0.58%	0.39%	0.02%	0.20%	0.24%

资料来源：公司年报，中信证券研究部预测

整体预测：预计公司 2020-2022 年营收为 17.68/22.64/29.47 亿元，净利润为 3.57/4.66/6.22 亿元，对应 EPS 为 0.30/0.39/0.52 元。

表 9：创业慧康盈利预测表

项目/年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,290.29	1,479.82	1,767.55	2,263.55	2,946.70
营业收入增长率	12%	15%	19%	28%	30%
净利润(百万元)	212.68	314.07	357.50	465.87	621.55
净利润增长率	30%	48%	14%	30%	33%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.45	0.43	0.30	0.39	0.52
毛利率%	50%	53%	53%	53%	54%
净资产收益率 ROE%	9.16%	12.13%	12.27%	13.97%	15.92%
每股净资产（元）	1.95	2.17	2.44	2.80	3.28
PE	31	33	47	36	27
PB	7	7	6	5	4

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

估值评级

我们选取医疗信息化领域内相关可比公司（卫宁健康、万达信息、思创医惠、久远银海、麦迪科技），使用整体市盈率法对公司进行估值，相关可比公司 2021 年整体对应 PE 45.06X。公司在医卫 IT 领域具有较高市场地位，预计整体业绩表现有望持续领先同行，且估值较高的创新业务逐步起量，我们给予公司 2021 年 46X PE，对应目标价 17.94 元，对应总市值 214.30 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10：创业慧康可比公司整体估值情况

股票代码	股票名称	万得一致预测 EPS（元）			PE		
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
300253.SZ	卫宁健康	0.23	0.33	0.44	71.94	50.69	37.48
300168.SZ	万达信息	0.20	0.34	0.48	111.11	65.82	45.81
300078.SZ	思创医惠	0.25	0.38	0.52	40.30	26.50	19.32
002777.SZ	久远银海	0.67	0.93	1.20	35.64	25.69	19.87
603990.SH	麦迪科技	0.58	0.85	1.13	82.03	56.59	42.31
平均值					68.20	45.06	32.96

资料来源：wind，中信证券研究部

利润表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,290	1,480	1,768	2,264	2,947
营业成本	648	689	831	1,054	1,347
毛利率	49.75%	53.45%	53.00%	53.45%	54.29%
营业税金及附加	14	15	19	24	31
销售费用	119	150	191	238	306
营业费用率	9.26%	10.16%	10.80%	10.50%	10.40%
管理费用	152	170	212	265	339
管理费用率	11.76%	11.51%	12.00%	11.70%	11.50%
财务费用	8	6	0	5	7
财务费用率	0.58%	0.39%	0.02%	0.20%	0.24%
投资收益	9	46	10	13	15
营业利润	247	357	408	531	708
营业利润率	19.13%	24.10%	23.06%	23.46%	24.04%
营业外收入	0	2	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	246	358	408	531	709
所得税	26	40	45	58	78
所得税率	10.53%	11.10%	11.00%	11.00%	11.00%
少数股东损益	7	5	5	7	9
归属于母公司股东的净利润	213	314	357	466	622
净利率	16.48%	21.22%	20.23%	20.58%	21.09%

资产负债表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	468	534	611	807	1,044
存货	87	144	165	199	248
应收账款	580	871	1,061	1,335	1,709
其他流动资产	76	93	113	141	178
流动资产	1,212	1,641	1,950	2,483	3,179
固定资产	300	290	366	438	504
长期股权投资	174	179	179	179	179
无形资产	54	169	219	269	329
其他长期资产	1,339	1,311	1,367	1,447	1,549
非流动资产	1,867	1,949	2,132	2,333	2,562
资产总计	3,079	3,590	4,081	4,816	5,740
短期借款	178	203	359	521	674
应付账款	224	266	291	369	471
其他流动负债	309	488	469	536	626
流动负债	711	958	1,119	1,425	1,772
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	10	7	7	7	7
非流动性负债	10	7	7	7	7
负债合计	721	964	1,126	1,432	1,779
股本	485	740	1,192	1,192	1,192
资本公积	1,201	990	538	538	538
归属于母公司所有者权益合计	2,321	2,590	2,914	3,336	3,904
少数股东权益	37	36	41	48	58
股东权益合计	2,358	2,625	2,955	3,384	3,962
负债股东权益总计	3,079	3,590	4,081	4,816	5,740

现金流量表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	246	358	408	531	709
所得税支出	-26	-40	-45	-58	-78
折旧和摊销	26	36	24	29	33
营运资金的变化	-110	-290	-226	-193	-266
其他经营现金流	34	16	10	12	12
经营现金流合计	170	80	171	320	411
资本支出	-112	-120	-170	-170	-180
投资收益	9	46	10	13	15
其他投资现金流	-54	1	-57	-80	-102
投资现金流合计	-157	-73	-217	-237	-267
发行股票	11	0	0	0	0
负债变化	628	534	156	161	153
股息支出	-24	-24	-33	-44	-53
其他融资现金流	-521	-451	0	-5	-7
融资现金流合计	93	59	122	113	93
现金及现金等价物净增加额	105	66	77	196	237

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	11.91%	14.69%	19.44%	28.06%	30.18%
营业利润增长率	22.68%	44.48%	14.30%	30.26%	33.36%
净利润增长率	30.28%	47.67%	13.83%	30.31%	33.42%
毛利率	49.75%	53.45%	53.00%	53.45%	54.29%
EBITDA Margin	21.60%	27.03%	24.13%	24.63%	25.11%
净利率	16.48%	21.22%	20.23%	20.58%	21.09%
净资产收益率	9.16%	12.13%	12.27%	13.97%	15.92%
总资产收益率	6.91%	8.75%	8.76%	9.67%	10.83%
资产负债率	23.41%	26.86%	27.59%	29.73%	30.98%
所得税率	10.53%	11.10%	11.00%	11.00%	11.00%
股利支付率	11.41%	10.60%	12.30%	11.44%	11.44%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、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。本研究报告仅为参考之用，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。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并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损失承担任何责任。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。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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中信证券其它业务部门、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。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。