

## 旧瓶装新酒，创业再腾飞

### ——东软集团（600718）深度报告

2017年04月25日

强烈推荐/维持

东软集团 深度报告

#### 报告摘要：

东软控股成公司第一大股东，三级股权激励结构助力公司再次腾飞。管理层2015年开始MBO，东软控股终成第一大股东。三级股权激励结构加上大范围激励对象将有效提升公司员工创业积极性，公司发展进入5.0时代。

◆管理层增持价格为17~19元，考虑到若条件成熟存在继续增持的可能性，增持成本为公司股价提供了相对可靠的安全垫。

公司致力于提升整体盈利水平。长期的发展导致人员规模拖累公司经营效率。公司近年来不断精简人员规模，改善治理结构，盈利水平将获提升。

◆公司分拆东软医疗和东软熙康，既大幅改善培育期业务的资金情况，又提升上市公司主体盈利水平，一举两得。

智慧医疗、汽车电子业务布局全面，积累数据优势终将释放。公司在医疗IT全产业链布局、社保领域市占率第一，医保控费大市场提供新机遇；汽车电子布局增长迅速的智能驾驶舱、ADAS，百亿订单可期；进入新能源汽车领域，BMS拓展公司盈利空间。行业IT依靠多年积累的大数据运营能力迈入2.0时代，提升行业解决方案提供能力。

◆公司向下游保险业务延伸将大量释放多年来积累的巨大数据能量。

公司盈利预测及投资评级。公司是IT行业的老将，目前覆盖医疗IT、汽车电子、智慧城市、行业应用IT等多个业务线条。东软控股成第一大股东后，公司业务实现升级，三级股权激励使得再创业动力十足。

◆我们预计公司2017年-2019年营业收入分别为80.76亿元、84.39亿元和87.77亿元，归母净利润分别为6.16、7.83、9.54亿元，对应EPS分别为0.50、0.63、0.77元，对应PE分别为37、29、24倍，同行业比较估值优势明显，给予公司6个月目标价22元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：（1）、国家医保控费推进不达预期；（2）、车联网产业发展速度不达预期；（3）、智慧城市受政府财政影响不达预期。

#### 财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	7,751.69	7,734.85	8,076.00	8,439.00	8,777.00
增长率(%)	-0.57%	-0.22%	4.41%	4.49%	4.01%
净利润(百万元)	306.45	1,704.65	536.93	681.24	845.23
增长率(%)	25.42%	456.26%	-68.50%	26.88%	24.07%
净资产收益率(%)	6.36%	24.00%	7.28%	8.54%	9.52%
每股收益(元)	0.31	1.51	0.50	0.63	0.77
PE	59.71	12.26	37.35	29.39	24.11
PB	3.79	2.98	2.72	2.51	2.29

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

#### 分析师：喻言

010-66554012

yuyan\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516070001

#### 联系人：叶盛

010-66554022

yesheng@dxzq.net.cn

#### 联系人：夏清莹

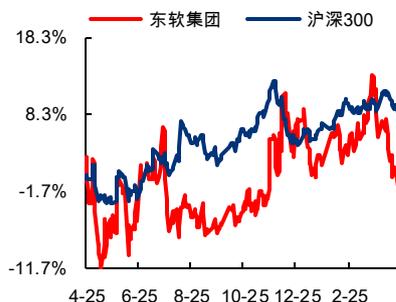
0755-83256464

xiaqy@dxzq.net.cn

#### 交易数据

52周股价区间(元)	18.13-18.42
总市值(亿元)	225.39
流通市值(亿元)	223.36
总股本/流通A股(万股)	124320/123198
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	2.1

#### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

#### 相关研究报告

1、《东软集团电话会议纪要：转型初见成效》  
2012-04-13

## 目 录

<b>1. 公司概况</b> .....	<b>5</b>
1.1 设立三级股权激励架构，优化治理结构 .....	5
1.2 东软医疗与东软熙康股权交割后不再纳入公司合并报表 .....	7
1.3 财务分析 .....	7
<b>2. 医疗系统全布局，多年积累望变现</b> .....	<b>10</b>
2.1 医疗信息化解决方案全面布局 .....	10
2.2 受益高端医疗设备国产化新机遇 .....	16
2.3 大力拓展健康管理云医院服务 .....	20
2.4 积极参与医保控费 .....	23
2.5 涉足商业医疗保险市场，释放医疗大数据能量 .....	25
<b>3. 汽车电子龙头开启新能源车新征程</b> .....	<b>26</b>
3.1 积极布局 ADAS .....	27
3.2 车联网+UBI 拓展汽车后市场增值服务 .....	28
3.3 拓展新能源汽车产品线 .....	32
<b>4. 夯实大数据运营能力，升级行业解决方案</b> .....	<b>34</b>
<b>5. 盈利预测及投资评级</b> .....	<b>38</b>
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>38</b>

## 表格目录

表 1: 东软控股股权增持情况 .....	6
表 2: 限制性股票激励方案解锁安排 .....	6
表 3: 东软医疗与东软熙康引进投资者过程 .....	7
表 4: 医疗领域服务对象和产品 .....	10
表 5: 公司全套医疗信息化全套产品 .....	11
表 6: 公司医疗信息化领域部分成功案例 .....	12
表 7: 医疗信息化领域和竞争对手对比 .....	13
表 8: 东软望海 HRP 成功案例 .....	15
表 9: 高效运营系统 OES 内容 .....	16
表 10: 高端医疗设备国产化政策 .....	17
表 11: 东软医疗在高端医疗设备领域的优势 .....	19
表 12: 4S 定制服务 .....	22
表 13: 宁波云医院的五大功能 .....	23
表 14: 医保控费的国家政策 .....	24
表 15: 公司的 ADAS 产品与功能 .....	27
表 16: 国家近年来出台的车联网相关政策 .....	28
表 17: 公司行业解决方案覆盖多行业 .....	34
表 18: UniEAP 平台功能与优势 .....	36

表 19: 同行业公司对比.....	38
表 20: 公司盈利预测表.....	40

## 插图目录

图 1: 公司股权结构.....	5
图 2: 近年来营收情况.....	8
图 3: 近年来归母净利润情况.....	8
图 4: 2016 年各业务营收.....	8
图 5: 2016 年营收结构变化.....	9
图 6: 2016 年各业务毛利率变化.....	9
图 7: 近年来研发支出及研发支出占营收比例.....	10
图 8: 中国医疗信息化总花费规模.....	11
图 9: 中国 HIS 市场规模.....	12
图 10: 中国 CIS 市场规模.....	12
图 11: RealOne Suite 的优势.....	13
图 12: 公司对东软望海的持股变化.....	14
图 13: 供应宝产品优势.....	16
图 14: 中国医疗器械市场销售规模.....	18
图 15: 医疗器械产品进口种类分布.....	18
图 16: 中国医疗器械进口额.....	19
图 17: 中国健康服务市场规模.....	20
图 18: 中国健康管理市场规模.....	20
图 19: 熙康云平台.....	21
图 20: 全周期健康管理服务.....	22
图 21: 宁波云医院五大平台.....	23
图 22: 全国社保基金收入与支出情况.....	24
图 23: 医保信息化的四个发展阶段.....	25
图 24: 我国健康险保费收入.....	26
图 25: 公司拥有的医疗大数据资源.....	26
图 26: 全球 ADAS 市场规模.....	27
图 27: 中国 ADAS 市场规模.....	27
图 28: 公司产品之间的协同作用.....	28

图 29: TSP 的核心地位 .....	29
图 30: 公司 TSP 整体解决方案 .....	30
图 31: 新型车联网以大数据为基础向汽车后市场渗透 .....	30
图 32: UBI 市场形成 .....	31
图 33: 车险、UBI 市场规模 .....	31
图 34: 小牛助驾功能六大优势 .....	32
图 35: 我国 2014-2016 年新能源汽车分月销量 .....	33
图 36: 新能源汽车领域产品 .....	34
图 37: UniEAP 业务基础平台功能 .....	35
图 38: SaCa 云应用平台架构 .....	36
图 39: RealSight 平台 .....	37
图 40: 中国大数据市场规模 .....	37

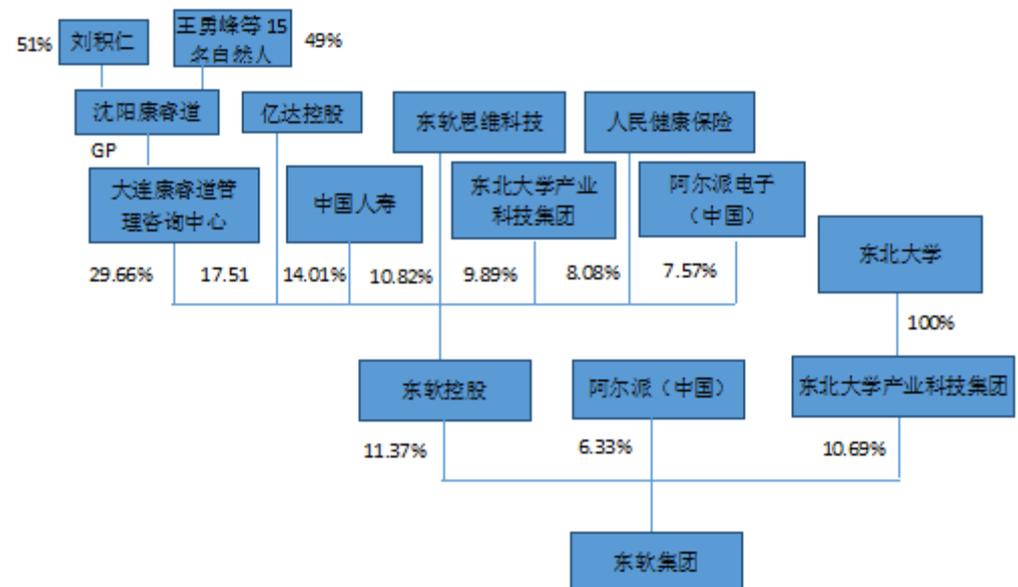
## 1. 公司概况

东软集团股份有限公司原名为沈阳东软软件股份有限公司，是于1993年6月7日经沈阳市体改委批准的中外合资股份有限公司。1996年6月在上海证券交易所上市，所属行业为IT类，是中国第一家上市的软件企业，也是中国第一家通过CMM5、CMMI5认证和PCMM Level5评估的软件企业。公司面向全球提供IT解决方案与服务，软件开发及系统集成主要面向各基础行业提供全面解决方案；医疗系统产品主要是充分发挥公司在软件方面的技术优势，向医疗行业提供CT、X光机、彩超、核磁共振等高智能的数字化医疗产品。

### 1.1 设立三级股权激励架构，优化治理结构

管理层持续增持公司股份，东软控股逐渐成为公司的第一大股东。东软集团各股东持股相对分散，不存在控股股东和实际控制人。同时以创始人兼董事长刘积仁先生和总经理王勇峰先生为代表的管理层持股比例也非常少，管理层利益始终无法在上市公司得到体现，成为制约公司发展的最大障碍。2015年7月29日东软控股受让阿尔派（中国）持有的东软集团6150万股无限售条件流通股，持有东软集团5.0098%的股权，而后通过多次增持，最终持有东软集团11.3742%的股权，替代东北大学科技产业集团一跃成为东软集团的第一大股东。东软控股的第一大股东为上市公司部分董事、监事、高级管理人员、核心员工控制的大连康睿道管理咨询中心，同时东软控股的法定代表人是刘积仁，也是公司董事长。公司的第二大股东是东北大学科技产业集团，持有10.6943%的股权；第三大股东是阿尔派电子（中国），持有6.33%的股权。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 1：东软控股股权增持情况

日期	增持后股权占比	事件内容
2015年7月29日	5.01%	受让阿尔派（中国）持有的6150万股，占总股本5.01%。
2015年10月12日	4.95%	股权激励新增1498.25万股，被动摊薄至4.95%。
2016年11月28日至2016年12月5日	5.00%	累计增持659,911股，占总股本0.0531%。
2016年12月9日	9.43%	增持5508万股，占总股本的4.43%。
2016年12月22日	10.00%	增持708万股，占公司总股本的0.57%。
2016年12月28日	10.63%	增持783万股，占总股本的0.63%。
2016年12月29日	10.67%	增持453700股，占总股本的0.04%。
2016年12月28日至2017年1月17日	11.37%	累计增持1708.37万股，占总股本的1.3742%，变更为公司的第一大股东。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**对管理人员和核心技术员工实施限制性股票激励计划，助力公司再创业。**根据公司发布的东软集团限制性股票股利限制草案，公司拟向激励对象授予1600万股限制性股票，占本激励计划草案及摘要公告日公司总股本1227594245股的1.3%。计划首次授予的激励对象共计406人，均为公司实施本激励计划时在公司任职的公司董事、高级管理人员、其他管理人员、核心技术（业务）人员。截止到2015年8月21日，首次授予的激励对象减为395人，并授予1498.25万股限制性股票。本激励计划中授予的限制性股票按既定的比例分三批解锁，每一批的解锁期分别为自授予之日起满12个月、24个月、36个月。大范围的股权激励计划将有效提升员工积极性，助力公司再创业。

表 2：限制性股票激励方案解锁安排

解锁安排	解锁时间	可解锁数量占限制性股票数量比例
第一次解锁	自授予日起满12个月后的首个交易日至授予日起24个月内的最后一个交易日止	30%
第二次解锁	自授予日起满24个月后的首个交易日至授予日起36个月内的最后一个交易日止	30%
第三次解锁	自授予日起满36个月后的首个交易日至授予日起48个月内的最后一个交易日止	40%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**公司管理人员参与设立东软睿驰，形成长期激励机制。**2015年7月30日，公司与阿尔派（中国）、福瑞驰在上海共同投资设立“东软睿驰汽车技术有限公司”。该合资公司注册资本38462万元，其中公司以货币出资5600万元，以非货币财产出资10,170万元，合计出资15,770万元，占合资公司注册资本的41%；阿尔派中国以货币出资

15,000 万元, 占合资公司注册资本的 39%; 福瑞驰以货币出资 7692 万元, 占合资公司注册资本的 20%。公司高管王楠担任福瑞驰的执行事务合伙人, 高级管理人员简国栋为福瑞驰的有限合伙人, 王楠、简国栋为福瑞驰普通合伙人的股东, 并且福瑞驰将进一步引入公司汽车电子业务领域管理人员及核心技术员工团队成为有限合伙人。因此福瑞驰参与设立合资公司将形成有效的长期激励机制, 吸引和保留高端优秀人才, 并使员工分享公司发展成果。2016 年 11 月公司对东软睿驰增资 1.05 亿元, 目前的股权比例仍为 41%。

## 1.2 东软医疗与东软熙康股权交割后不再纳入公司合并报表

**东软医疗、东软熙康引进投资者, 二次交割后不再纳入公司的合并报表。**东软医疗主打高端医疗设备和服务供应, 东软熙康主打健康服务领域, 均为公司优质子业务, 但因发展模式以及会计处理因素影响, 影响了公司业绩与估值。为获得足够资金以支持公司商业模式的转变和业务的持续发展, 谋求未来单独上市可能, 2014 年底公司董事会引入高盛等外部投资人购买公司股权并增资, 分别在 2015、2016 年逐步完成股权交割。

表 3: 东软医疗与东软熙康引进投资者过程

第一次交割	估值	完成后	第二次交割	估值	完成后
2015 年 9 月 15 日威志环球、高盛、通和合计对东软医疗增资 3.49 亿元人民币; 同时合计出资 7.21 亿元人民币, 分别购买公司所持有的东软医疗一定比例的股权	25 亿元人民币	公司持有东软医疗 62.43% 的股权	2016 年 4 月 27 日威志环球、高盛、通和、东控投资、东控第六、第七、第八、第九投资、麦旺合计对东软医疗增资 12.51 亿元人民币; 同时东控第六、第七、第八、第九投资、东控投资合计出资 4.12 亿元人民币, 分别购买公司所持有的东软医疗一定比例的股权。但由于高盛对个别交割先决条件未予豁免, 暂未参与东软医疗引进投资者第二次交割	28.49 亿元人民币	公司持有东软医疗 33.8898% 的股权, 并不再将东软医疗纳入合并报表
2015 年 9 月 15 日景建创投、高盛、协同禾创、东控第五投资、东控第七投资合计对照康增资 9,850 万美元。	1.5 亿美元	公司间接持有熙康 42.25% 的股权	2016 年 4 月 27 日景建创投、高盛、协同禾创、康瑞驰合计对照康增资 7,150 万美元, 但协同禾创因自身资金原因, 不参与熙康引进投资者第二次交割	2.485 亿美元	公司通过东软 (香港) 间接持有东软医疗 35.5932% 的股权, 并不再将东软医疗纳入合并报表

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 1.3 财务分析

**营收回暖, 净利润因投资收益大幅增加。**2016 年公司实现营业收入 77.35 亿元, 同比下降 0.22%, 主因东软医疗与东软熙康不再合并报表, 如果扣除东软医疗、熙康自 2016 年 7 月 31 日不再纳入公司合并财务报表范围的影响, 公司营业收入同比增长 12.16%, 相比 2015 年营收下降 0.57%, 业绩开始回暖。2016 年公司实现归母净利润

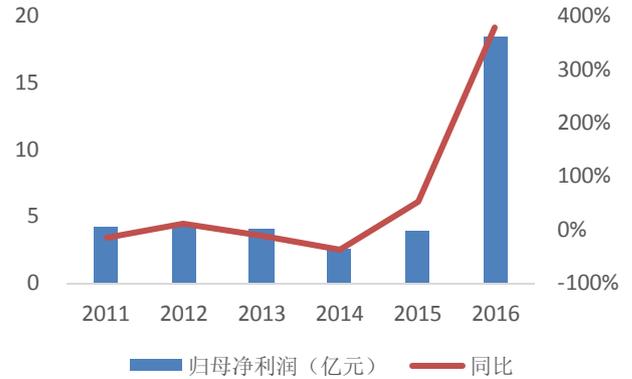
18.51 亿元, 同比增长 380.30%, 其中东软医疗、熙康不再合并报表所带来投资收益 7.67 亿元以及剩余股权按照公允价值重新计量产生的投资收益 8.58 亿元, 总计产生非经常性损益 16.25 亿元。2016 年扣除非经常性损益后的净利润 2.26 亿元, 同比增长 2.20%。

图 2: 近年来营收情况



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

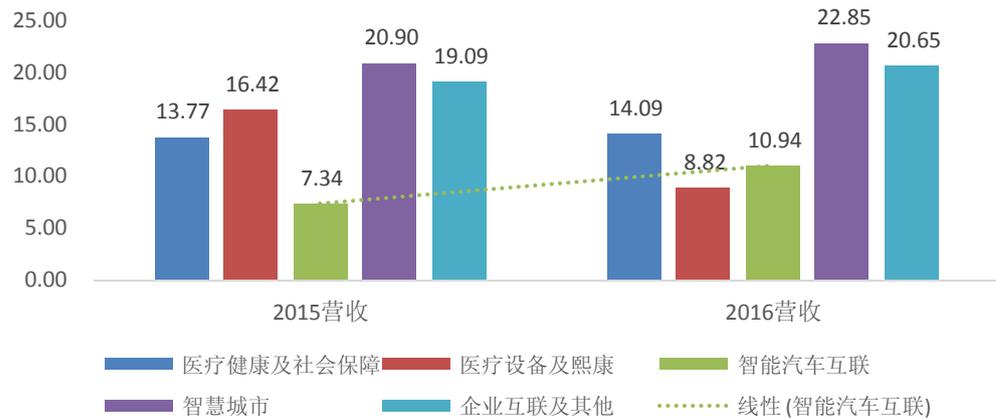
图 3: 近年来归母净利润情况



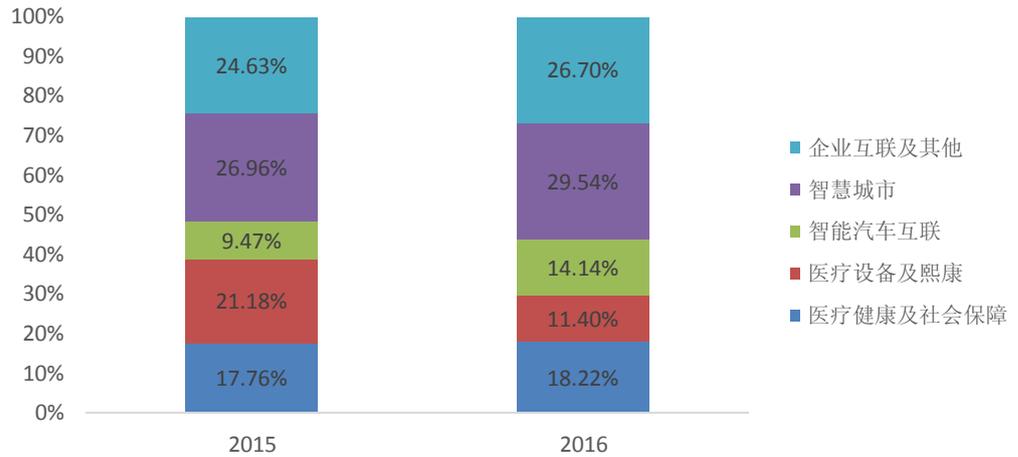
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

**业务均衡发展, 智能汽车互联快速增长。**公司 2016 年年报将业务重新进行了划分, 主要分为医疗健康与社会保障、医疗设备及熙康、智能汽车互联、智慧城市以及企业互联五大板块。五大业务发展较为均衡, 营收占比均在 10%-30%之间, 其中智慧城市营收占比最高, 为 29.54%; 其次是医疗健康与社会保障业务, 占比为 26.7%。智能汽车互联业务增长最快, 2016 年实现营收 10.94 亿元, 同比增长 49%。医疗健康与社会保障 2016 年实现营收 14.09 亿元, 同比增长 2.36%; 智慧城市实现营收 22.85 亿元, 同比增长 9.32%; 企业互联及其他实现营收 20.65 亿元, 同比增长 8.15%; 医疗设备及熙康业务由于 2016 年熙康不再合并报表, 营收下降为 8.82 亿元。

图 4: 2016 年各业务营收

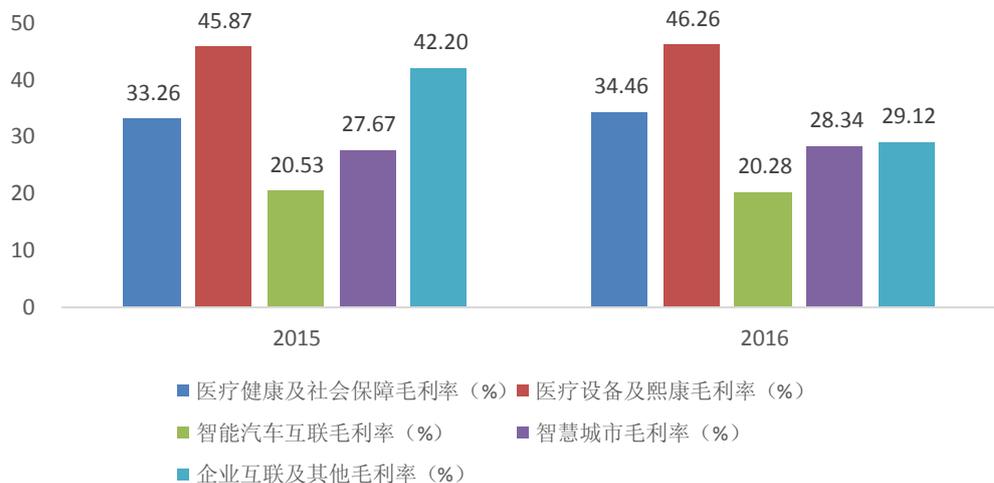


资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

**图 5：2016 年营收结构变化**


资料来源：公司财报，东兴证券研究所

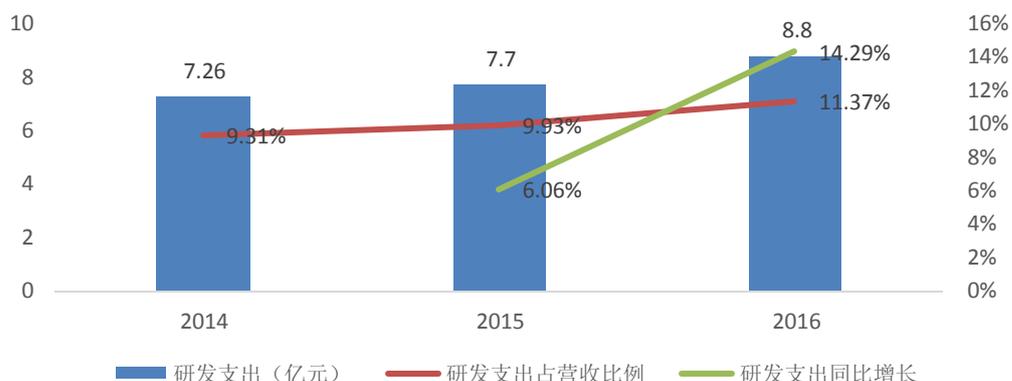
**公司毛利率稳定，医疗领域盈利空间大。**公司毛利率变化较为稳定，基本在 30% 上下波动。2016 年医疗健康与社会保障以及医疗设备与熙康的毛利率最高，分别为 34.46%、46.26%，并且在 2016 年公司整体毛利率有所下降的情况下，分别增长 3.62 和 0.84 个百分点。

**图 6：2016 年各业务毛利率变化**


资料来源：公司财报，东兴证券研究所

**注重研发提升竞争力。**2016 年公司的研发支出为 8.8 亿元，同比增长 14.29%，且增速加大，由 2015 年的 6.06% 增加到 2016 年的 14.29%。此外，研发支在营收占比不断增长，由 2014 年的 9.31% 增长到 2016 年的 11.37%。

图 7：近年来研发支出及研发支出占营收比例



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

## 2. 医疗系统全布局，多年积累望变现

### 2.1 医疗信息化解决方案全面布局

东软为中国医疗卫生行业的信息化建设以及个人健康服务提供从硬件到软件、从技术到服务的全面解决方案。东软 1997 年开始进入医疗卫生信息化领域，面向患者及保健客户、政府、卫生行政部门、专业公共卫生机构、医疗服务机构、基层医疗卫生机构提供全面医疗卫生信息化解决方案。据 IDC 报告显示，东软在医疗 IT 领域市场份额已连续 6 年排名第一。面向各级医院我们提供数字医学影像设备，包括 CT、磁共振、数字 X 线机、彩超等 10 大系列 50 余种医疗产品。并提供以患者为中心的全面数字化医院解决方案，包括 HIS、CIS、LIS、EMR、PACS、RIS、CAD、远程会诊服务等。面向个人健康服务，东软与大型医院联合提供熙康健康管理系统以及远程医疗服务。面向政府管理机构我们提供公共卫生服务体系解决方案、医疗保障体系解决方案、新型农村合作医疗、区域医疗、药品供应保障系统解决方案。

表 4：医疗领域服务对象和产品

服务对象	服务内容
面向各级医院	硬件方面：提供数字医学影像设备，包括 CT、磁共振、数字 X 线机、彩超等 10 大系列 50 余种医疗产品。软件方面：提供以患者为中心的全面数字化医院解决方案，包括 HIS、CIS、LIS、EMR、PACS、RIS、CAD、远程会诊服务等
面向个人健康服务	东软与大型医院联合提供熙康健康管理系统以及远程医疗服务
面向政府管理机构	提供公共卫生服务体系解决方案、医疗保障体系解决方案、新型农村合作医疗、区域医疗、药品供应保障系统解决方案

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

公司受益医疗信息化建设大发展。在医疗改革政策的推动下,我国医疗卫生领域信息化建设的花费不断扩大,各类产品和服务市场快速成长。2014 年我国医疗信息化总花费规模为 223.1 亿元,2015 年增长至 253.6 亿元。据中商产业研究院统计,预计到 2020 年我国医疗信息化总花费将达到 430.6 亿元,期间复合增长率达到 11.17%。

**图 8: 中国医疗信息化总花费规模**


资料来源: 中商产业研究院, 东兴证券研究所

公司具有医疗信息化全套产品以及大量客户。公司 1997 年开始进入医疗卫生信息化领域,提供面向患者及保健客户、政府、卫生行政部门、专业公共卫生机构、医疗服务机构、基层医疗卫生机构的全面医疗卫生信息化解决方案,拥有医疗最全的产品线,从传统的 HIS、PACS、LIS 到最新的 EMR(电子病历系统)以及区域卫生信息系统。

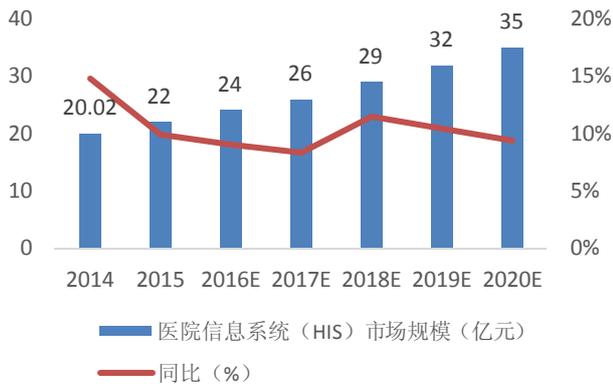
**表 5: 公司全套医疗信息化全套产品**

细分领域	具体产品	产品内容
HIS	医学影像系统 (PACS/RIS)	通过对患者各类影像数据的采集、存储、处理、归档和共享,实现医学影像从数据到信息的完美转变,构筑影像新干线。
	实验室信息系统 (LIS)	通过基于 TAT 检验样本全流程管理,以及智能化的临床支持和精细化的科室管理,提升临床服务效率、服务质量和实验室质控管理水平。
临床信息系统 (CIS)	基于电子病历的医院信息平台解决方案	通过统一底层基础框架、基础数据标准和接口标准,实现各系统与平台的有效集成和信息共享;实现临床医护人员操作便捷,提升工作效率;实现管理数据分析科学、准确,提升医院运营水平。
	电子病历系统	以患者为中心,以临床为核心,以医嘱为轴线,实现了医嘱、病历、护理、临床路径和质控的完美融合。
区域卫生信息系统	基于健康档案的区域卫生信息平台	应用云计算、大数据、物联网等前沿 IT 技术,纵向构建省、市、县(区)三级卫生信息云服务网络,横向实现居民健康卡、公共卫生、医疗服务、医疗保障、药品供应保障、综合管理的信息共享和业务协同。

资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

公司在 CIS (临床信息系统) 方面极为重视, 已经研发出双 7 级电子病历系统, 目前全国唯一。CIS 是 HIS 发展升级的必然, 发展增速大大高于 HIS。据前瞻产业研究院测算, 到 2020 年 CIS 市场规模将达到 57 亿元, 2016-2020 复合增长率为 19.45%, 高于 HIS 的 10%。

图 9: 中国 HIS 市场规模



资料来源: 前瞻产业研究院, 东兴证券研究所

图 10: 中国 CIS 市场规模



资料来源: 前瞻产业研究院, 东兴证券研究所

截止到 2016 年, 公司累计服务医院客户 2000 余家, 覆盖全国三级医院 400 余家, 服务全国诊疗 4.6 亿人次。区域卫生业务覆盖国家、省、市、县四级平台, 服务基层医疗机构 23000 余家, 覆盖人口达 3.9 亿人。

表 6: 公司医疗信息化领域部分成功案例

日期	医疗信息化领域案例	解决方案
2008 年 7 月	中国医科大学附属盛京医院管理信息系统	在该医院实行了全面的数字化医院解决方案, 其中包括: 医院管理系统 (HIS)、临床信息系统 (CIS)、医学影像系统 (PACS/RIS)、检验信息系统 (LIS)、电子病历系统 (EMR)、远程医疗系统、办公自动化系统等。
2011 年 10 月	北京天坛医院信息化的成功应用	天坛医院坚持以“临床信息为中心”的原则, 信息化建设先从住院部做起, 因此需要建立一套以临床信息为中心的数字化医院信息系统
2011 年 10 月	在唐山建设“健康唐山、幸福人民”数字化健康服务平台	通过一系列系统的建设落实公共卫生服务、医疗保障、药品供应保障、医疗服务四大体系对应的信息化工程, 建立统一的指控标准。运用数字医疗设备和应用系统集成技术, 建立和完善基层医疗卫生服务信息系统。
2011 年 10 月	与澄迈县人民政府合作, 实施“健康海南, 澄迈先行”医疗健康服务信息化项目	构建县医疗数据中心、保障管理平台、数字化医院平台及三级区域医疗协同平台。

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

发布新一代医院核心业务平台（RealOne Suite）。2016年5月，公司在澳门正式推出面向大型三甲医院的新一代医院核心业务平台 RealOne Suite，打破了传统医院信息化建设的思维定式，能够帮助医院优化信息系统架构，是医院信息化建设的核心平台，目前已在澳门镜湖医院成功应用。同年该平台获得了2016年度医疗IT“创新领导力”媒体大奖。RealOne Suite以电子医嘱为驱动，以电子病历为核心，以集成平台作为信息交换、信息利用和信息共享的桥梁，构建医院核心信息资产“临床数据中心CDR”。该平台可以克服以往医院管理系统中系统多、相互之间集成度低以及流程一体化体验差等缺陷，有效地处理系统之间的衔接，最终方便医院端与患者端更安全、更高效、更低成本地使用这套系统。

- ◆ 医院管理系统的未来趋势必定是参与整个医疗核心流程，按照医疗管理标准来设计医疗流程管理，严格控制业务流程，灵活配置流程控制点，能更好地支持医疗质量管理和临床科研。RealOne Suite 恰好符合该趋势。

图 11: RealOne Suite 的优势



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

公司处于医疗信息化市场的领先地位。在区域卫生和医院信息化领域，公司核心业务继续保持高速增长，根据 IDC 的行业分析报告，截止到 2016 年，公司连续 6 年保持医疗信息化市场占有率第一，持续领跑行业。同时公司覆盖了 4.75 亿 EMR 健康档案，是唯一的双 7 级电子病历系统，2014 年帮助盛京医院成为国内首家电子病历“双 7 级”医院。公司的主要上市竞争对手主要有卫宁健康、万达信息、东华医疗以及创业软件，而公司除了在医疗信息化领域市占率第一之外，其整体营业收入及归母净利润也是最高的，即使是在医疗领域，公司营收 2016 年也达到 22.91 亿，远远超过大部分竞争对手。

表 7: 医疗信息化领域和竞争对手对比

公司名称	业务优势	2016 年营收 (亿元)	2016 年归母净利润 (亿元)	2016H1 毛利率
东软医疗	软件、服务、制造相结合，提供行业解决方案、产品工程解决方案	77.35	18.51	34.20%

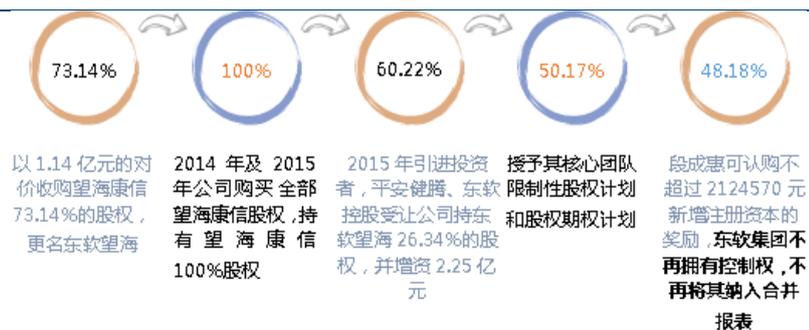
	及相关产品、平台及服务; 在区域卫生和医院信息化领域, IDC 统计公司连续 6 年保持市场占有率第一。			
东华软件	HIS 业务在 2014 年排名前 100 的三甲医院中市占率第一, 整个医疗信息化市占率为 8.4%, 排名第二。	67.17	12.15	34.35%
卫宁健康	纯粹的医疗信息化企业, 2014 年公司医院与区域卫生信息化解决方案占据 7.2% 的市场份额, 排名第三。	9.6	5.2	56.61%
创业软件	产品涵盖 HIS、CIS 的全面产品, 已累计实施 4000 多个医疗卫生信息化建设项目, 已经拥有 3000 家以上的医院客户, 其中大型三甲医院 150 家, 渗透率较高, 2014 年市占率为 5.6%, 排名第四。	5.49	0.63	44.59%
万达信息	分级诊疗、医保控费以及区域医疗卫生平台; 2014 年全国范围覆盖超过 30% 以上三级医院, 占据了 4% 的市场份额, 排名第五。	22.58	2.82	39.34%

资料来源: 各公司年报, 东兴证券研究所

**收购望海进入 HRP, 未来将释放需求增量。** 医院信息化建设现有的基本业务模块间不能融合互通, 人力、财务、物资等部门缺少一体化的运营, 由此引入医院资源规划(HRP)。

- ◆ HRP 从后端创建一套支持医院整体运行管理的统一高效、互联互通、信息共享的系统化资源管理平台。未来不仅将接管原有 HIS 系统的账务系统、药品账务系统等, 还将实现 HIS 与财务核算运行同步, 支撑医院的全部预算管理, 以及人力资源管理。
- ◆ HRP 可以与医保单位系统统合, 支撑诸如“先诊疗, 后付费”或者上海探索试点的以“预付制”和“后付制”为主的“一站式”付费模式。在欧美发达国家, 大型医院 HRP 的使用已经相当普遍, 但是由于我国医疗信息化一直将后台的人财物管理以及医院的整体运营管理放在次要地位, HRP 发展一直比较慢。随着新医改方案的颁布, 预计医院逐渐由被动管理向主动管理转向, 将大幅提升医院对 HRP 的需求。
- ◆ 现在很少有公司全面涉及 HRP 业务, 而东软望海是其中之一, 主要面向各类型医疗服务机构与卫生机构分别提供 HRP、区域卫生资源监管系列解决方案、管理咨询及行业数据分析服务。其前身是公司 2011 年收购的望海康信, 目前公司持有其 48.18% 的股权, 不拥有其控制权, 因此也不再纳入合并报表。

图 12: 公司对东软望海的持股变化



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

东软望海在医院 HRP、医院成本一体化、医疗卫生资源监管等服务领域达到医疗卫生行业绝对领先的地位。其医疗机构客户数达到 1400 多家, 其中三级医院近 400 家, 市场占有率超过 90%, 多年来积累的成本核算和医院运营数据量也超过 300 亿条记录, 在 HRP 领域拥有很多典型的成功案例, 包括四川大学华西医院、四川省人民医院、北京朝阳医院等。

表 8: 东软望海 HRP 成功案例

成功案例	具体内容
四川大学华西医院	2010 年进行 HRP 一期建设, 实现了财务核算、成本核算、物流管理与医疗 HIS 系统间的信息集成, 建立了以成本、物流为基础, 以会计为核心的财务业务一体化流程。2011 年又进一步进行了制度性升级。
四川省人民医院	2006 年合作建设医院成本核算系统、预算管理系统、绩效管理系统; 2010 年再度合作在前期基础上, 拓展了会计核算、物流管理、固定资产管理、绩效管理四个领域的应用。以 ERP 管理思想建设全新的医院人、财、物资源管理一体化平台, 并着重强化以财务为核心的一体化应用。
北京朝阳医院	2005 年陆续建设了医院成本核算系统、医院预算管理系统、医疗项目成本核算系统、医院绩效管理系统。
南京鼓楼医院	2007 年构建了以会计核算、成本核算、预算管理为一体的财务管理闭环流程; 2010 年再次启动物流管理、固定资产管理、绩效管理、人力资源管理系统的二期建设。
安徽省立医院	2008 年全面启动 H-ERP 建设项目; 2011 年继续按照《医院会计制度》、《医院财务制度》对医院综合运营管理系统进行了全面升级。
山西省儿童医院	2009 年引入东软望海医院综合运营管理系统 (H-ERP), 并在建设过程中高度重视管理制度和组织配套
河北省武安市第一人民医院	2009 年引入东软望海医院综合运营管理系统 (H-ERP), 医院对原有的各信息系统基础编码与数据字典进行了统一梳理和规范, 为财务核算、成本核算、物资管理、固定资产管理之间的数据集成奠定了扎实的基础。

资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

2016 年, 东软望海推出 HRP 的升级版——医疗机构高效运营系统 OES, 该产品基于 DRGS 和 RBRVS 的核心理念采用了全新的开发平台架构, 结合自行研发的 BI 产品, 涵盖了价值链、资金链和供应链三大子系统, 可为医疗机构提供高度整合的高效运营解决方案。我们认为, 随着十三五期间医改进一步步入深水区, 医保基金资金压力逐步增加, 政策对于医疗机构改革的要求不断升级, 医疗机构面临的运营管理压力日趋紧迫, 治疗过程被定义、按病种报销等措施势必逐渐普及, 未来医疗机构对于 OES 系统的需求将会进一步提升。

表 9: 高效运营系统 OES 内容

子系统	简介	具体内容
价值链	以绩效为基础的医院价值链管理体系	基于成本一体化的，搞清楚科室成本、病种成本，找到医院的真实成本构成。
资金链	以预算为主线的医院资金链管理体系	从传统的记账型会计向管理型会计转变。
供应链	以资源为基础的医院供应链管理体系	从耗材进入医院到用在病人身上，实现全程记录和追溯，做到账实相符、账账相符。

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

同年，公司还研发出大数据供应链协同服务产品——供应宝，该产品是提供给医院实现供应链协同管理的工具，支持医院物资采购部门与供应商间供采协同、物流协同、财务协同。目前该系统已经在河南省人民医院以及山东省千佛山医院成功上线，未来随着我国医疗改革的不断深化及医疗监管力度的持续强化，加强医院供应链管理势必进一步刺激该系统的需求。

图 13: 供应宝产品优势



资料来源：互联网，东兴证券研究所

## 2.2 受益高端医疗设备国产化新机遇

**国家政策助推高端医疗设备国产化。**2013 年以来，相关部委颁布了大量的政策来鼓励支持医疗器械产业发展，医疗器械行业正迎来罕见的政策密集“推进期”。无论十三五规划还是“中国制造 2025”，都将国产医疗器械的创新发展和质量升级提升到了国家战略的位置。医改试点省湖南、试点城市山东济南、以及首都北京等的医改方案以及分级诊疗等一系列政策都提出鼓励优先采用国产设备。此外从国家卫计委最新出台的医院控费来看，控费措施重点之一也是优先采购国产高值耗材。2016 年国家更是将高端医疗设备国产化作为国家发力点，8 月工信部颁布《关于印发制造业创新中心等 5 大工程实施指南的通知》，将高性能医疗器械作为五大工程中的高端设备创新工

程中 11 个重点领域之一, 高端医疗设备的国产化有望加速。

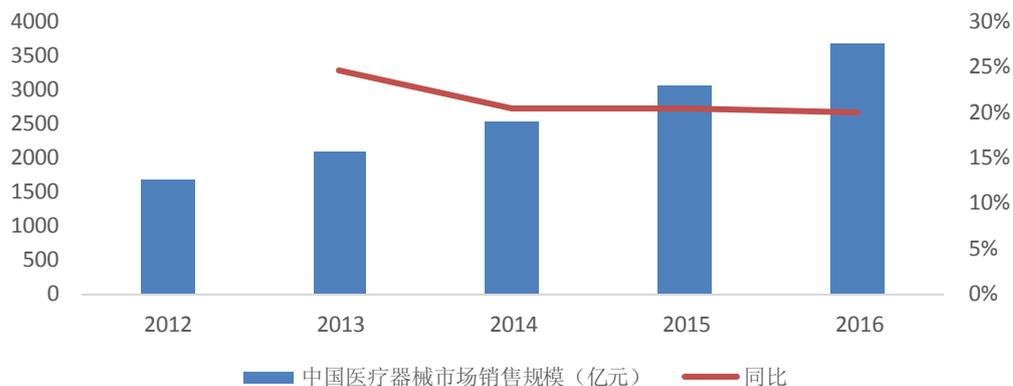
**表 10: 高端医疗设备国产化政策**

时间	发布部门	政策名称	具体内容
2014 年 2 月	国务院	《医疗器械监督管理条例》	保证医疗器械安全、有效, 对于维护人体健康和生命安全、改善生活质量、促进产业升级; 鼓励医疗器械企业创新, 开发出更多优质产品, 也对风险提高了门槛, 将有利于进一步落实医疗器械生产企业的质量首负责任, 未来将推动医疗器械行业高速发展。
2014 年 7 月	国家食品药品监督管理总局	《医疗器械注册管理办法》	国家鼓励医疗器械的研究与创新, 对创新医疗器械实行特别审批, 促进医疗器械新技术的推广与应用, 推动医疗器械产业的发展。
2015 年 6 月	国务院	《中国制造 2025》	将医疗器械行业作为整个中国工业的重点, 提出要全面提高整个医疗器械行业的创新研发能力与科技实力, 进一步提高行业的规模化水平与产业化水平, 将医用机器人与影像设备等新兴高端领域作为重点
2015 年 11 月	国家发展改革委	“十三五”规划	构建生物医药及高性能医疗器械产业新体系, 将大型影像设备、高值医疗耗材等高性能医疗器械将成为未来政策扶持重点, 重点部署医疗器械国产化。
2016 年 3 月	国务院办公厅	《关于促进医药产业健康发展的指导意见》	提出加快医疗器械转型升级, 研制核医学影像设备 PET-CT 及 PET-MRI、超导磁共振成像系统 (MRI)、多排螺旋 CT、彩色超声诊断、图像引导放射治疗、质子/重离子肿瘤治疗、医用机器人、健康监测、远程医疗等高性能诊疗设备。
2016 年 8 月	工信部	《关于印发制造业创新中心等 5 大工程实施指南的通知》	高性能医疗器械是五大工程中的高端装备创新工程中 11 个重点领域之一, 并将高端医疗设备的国产化作为目标。

资料来源: 各部委公告, 东兴证券研究所

**我国医疗器械市场销售规模高速增长。**我国医疗器械产业正处于高速增长阶段, 销售总规模从 2001 年的 179 亿元, 到 2016 年的 3700 亿元, 增长了 20.67 倍, 2013 年到 2016 年的复合增长率达到了 21.46%, 远高于全球医疗器械市场规模增速, 而我国也成为仅次于美国的全球第二大医疗器械市场。2014 年我国医疗器械与医药的消费比例为 1: 0.2, 而全球的医疗器械与医药的消费比例为 1: 0.7, 欧美日等发达国家甚至达到了 1: 1.02, 未来我国医疗器械还有很大的增长空间。

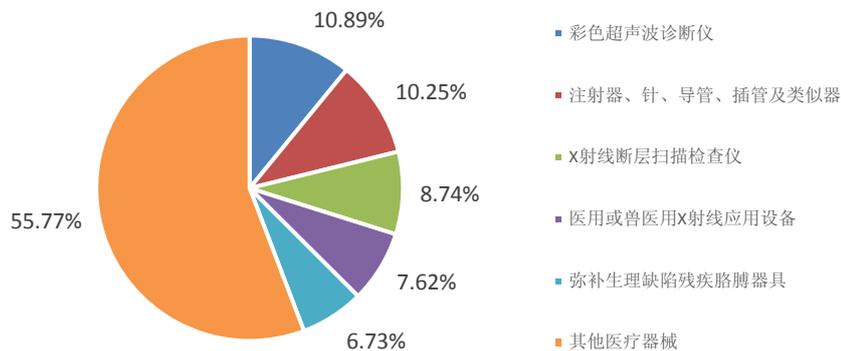
图 14: 中国医疗器械市场销售规模



资料来源：中国医药物资协会，东兴证券研究所

我国医疗器械产品将从中低端向高端转变。目前我国医疗设备主要以中低端产品为主，2014年我国中低端医疗器械产品占比75%，而高端医疗器械占比仅为25%，且基本依靠进口。在我国医疗器械领域，包括CT、超声波、核磁共振等中高端设备市场，80%以上被外资企业垄断，部分领域甚至可达100%，同时通用、飞利浦、西门子等国外品牌医疗设备在我国售价普遍比在原产国高出50%至100%，高端医疗器械产品国产化需求强烈。近年来我国医疗器械进口增速出现下降，高端医疗器械产品国产化趋势已经开始显现。

图 15: 医疗器械产品进口种类分布



资料来源：智研咨询，东兴证券研究所

图 16: 中国医疗器械进口额



资料来源: 智研咨询, 东兴证券研究所

东软医疗位于高端医疗设备企业的前列。东软医疗以软件技术为核心, 成功研制了具有中国自主知识产权的 CT、磁共振、数字 X 线机、彩超、实验室自动化系统、放射治疗设备以及核医学成像设备等系列产品, 销往公司全球 109 个国家 9000 多家医院, 仅在美国就进入上百家医院, 同时还提供覆盖放射影像、常规检查、放疗与核医学三大领域的全面医疗解决方案。

表 11: 东软医疗在高端医疗设备领域的优势

领域	优势
技术	2015 年研发投入占营收比超出 10%, 自主研发出了中国第一台单层螺旋 CT、双层螺旋 CT、16 层 CT、64 层螺旋 CT、128 层螺旋 CT、DR、三维彩超、超高频床旁 X 线机、超导磁共振、直线加速器以及 NeuSight PET/CT 等产品。
技术	64 层及 128 层高端 CT 产品成为国家工信部和卫计委高端医疗设备应用示范项目。
技术	NeuSight PET/CT 是目前国内唯一一款获得 FDA、CE 双认证的 PET/CT 设备, 打破了高端医学影像设备一直被国外顶级厂商垄断的格局。
服务	已建立遍布全球的营销、服务、物流和融资网络, 全球 11 个本地化服务机构、13 个国家/地区的备件中心, 近 400 名专职工程师随时提供现场服务。
服务	在 CT 领域, 针对 CT 整装设备维护成本比较高的难题, 公司先后在世界多地设立 CT 全球培训中心, 在美国、俄罗斯、中东、巴西、秘鲁、肯尼亚、德国设立子公司, 并建立 9 个海外服务中心和 5 个海外物流中心。
服务	2017 年中国医学装备协会发布的第四届售后服务质量满意调研报告中, 公司 CT 名列第二, 为唯一入围前三甲的国产品牌, 磁共振名列第三, DR 得分名列国产品牌的第一。同年公司还获得了基层医院售后服务奖。
价格	CT 以及大型影像设备等产品弥补了国内大型诊断医疗器械行业的空白, 打破了国际垄断的局面, 可促使销售价格下降 20%-30%, 服务价格下降 50% 左右。

资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

### 2.3 大力拓展健康管理云医院服务

**健康服务市场潜力巨大、快速增长。**健康服务主要包括医疗服务、健康管理、健康保险等。2013 年我国健康服务产业市场规模为 1.65 万亿元, 2014 年为 2.5 万亿元, 增速 51.52%。根据《关于促进健康服务业发展的若干意见》的发展规划, 预计 2020 年将超过 8 万亿元, 平均复合增速约为 20%。美国的医疗服务、医药生产、健康管理等健康行业增加值占 GDP 比重超过 15%, 加拿大、日本等国健康产业增加值占 GDP 比重也超过 10%, 而我国这比例仅为 4%~5%, 甚至低于许多发展中国家, 提升潜力巨大。

图 17: 中国健康服务市场规模



资料来源: 智研数据中心, 东兴证券研究所

**我国健康管理市场刚刚起步, 且增速不断加快。**美国的统计数据表明, 在健康管理方面投入 1 元钱, 相当于减少 3—6 元医疗费用的开销, 如果再加上由此产生的劳动生产率提高的回报, 实际效益达到投入的 8 倍。健康管理在西方国家经历了 20 多年的发展, 已经成为医疗服务体系中不可或缺的一部分, 有超过三分之一的美国人购买健康管理服务。我国的健康管理市场才刚刚起步, 但规模增长迅速, 据中国产业信息网统计, 我国健康管理市场规模已由 2009 年的 730 亿元增长到 2015 年 1069 亿元, 增长率由 4.11% 增长到 11.35%, 增速不断加快, 预计到 2020 年将达到 2039 亿元。

图 18: 中国健康管理市场规模



资料来源: 中国产业信息网, 东兴证券研究所

东软熙康是国内领先的健康管理服务提供商。东软熙康是东软集团在健康服务领域投资的创新型企业，同时也是云医院，即通过 ICT 技术与商业模式创新，构造涵盖健康医疗大数据、健康管理、医疗、康复、养老服务在内的熙康云医院平台。熙康主要目标是布局社区和家庭，已在 30 多个城市推动云医院落地服务计划，提供家庭健康医疗服务、智能公共卫生服务、以及睡眠管理、心脏保健等的可穿戴健康设备。

图 19: 熙康云平台



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

◆ 目前，熙康云医院与超过 1.4 万家基层医疗机构合作，服务居民超过 2800 万，远程医疗服务患者累计超过 40 万，拥有 4000 多名服务专家，同时拥有 20 余家自有健康管理中心和高端社区门诊，是中国最大的基层健康医疗服务平台。

东软熙康提供全生命周期的健康管理服务。熙康与国内著名三甲医院合作，在发达城市建立大型连锁健康管理机构-熙康健康管理中心，可提供持续的以及全生命周期的健康管理，如针对会员会实施一站式定制服务和 4S 个性服务。

- ◆ 熙康健康管理中心服务对象包括企业、保险公司、政府机关和家庭。
- ◆ 服务手段包括全面了解会员身体的健康状况，动态收集慢性病，亚健康者的日常健康信息，个性化制定以运动健身，科学饮食，心理调适，动态监测，健康知识推送等，将健康管理设计成一种以数字来管理健康的精细过程。
- ◆ 推广地区目前已经覆盖华东、华南、华中、华北、西南、东北等区域，在沈阳、宁波、北京、上海、广州、成都、武汉、合肥、西安、长沙、福州、海南、大连、丹东等城市建设运营健康管理及医疗服务机构。

图 20: 全周期健康管理服务



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

表 12: 4S 定制服务

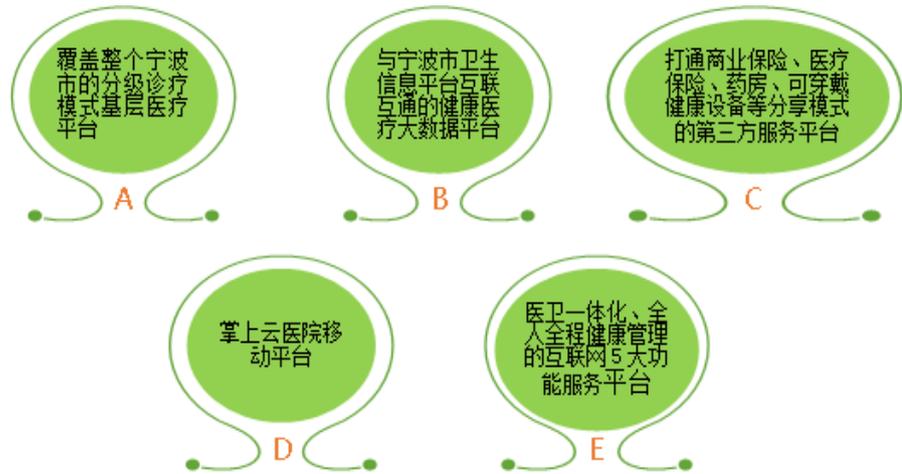
服务类别	具体内容
跟踪式服务	基于个人健康档案数据管理模式进行跟踪式服务，支持熙康云医院合作国内外医疗机构线下就医和远程医疗参考
精细化服务	基础体检+功能医学检测，针对疾病风险实施精密管理
专家级服务	一对一专家团队跟踪管理，VIP 室专属开放，确保健康信息的私密性，礼遇接待的私享性
模块式服务	依据检测结果，提供专业化的健康干预指导方案，从营养、运动、心理、特色专诊等方面，多维度管理健康

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

**“互联网+”健康服务建设标杆项目——宁波云医院。**2014 年 9 月，东软熙康与宁波卫生和计生委合作成立全国首家云医院——宁波云医院，2015 年 3 月其正式启动。随着国家对“互联网+”的提出，宁波云医院成为我国“互联网+健康医疗”的先行实践案例和标杆项目。

- ◆ 宁波云医院先后被央视、凤凰卫视、人民日报、光明日报、健康报等多家权威媒体报道，被评为 2014 年度全国卫生十大新闻和宁波市十大改革创新案例，并于 2016 年 11 月荣获 IDC 数字化转型领军大奖。
- ◆ 宁波云医院依托 238 家基层云诊室、42 家二甲以上远程医疗服务中心，已经为超过 5 万名注册患者累计服务 4 万余次。
- ◆ 2015 年 3 月，宁波云医院“掌上云医院”1.0 版于上线；2016 年 9 月，“掌上云医院”3.0 版上线。
- ◆ 宁波云医院模式目前已经在哈尔滨、呼伦贝尔、潍坊、秦皇岛、徐州、沈阳、齐齐哈尔等地区成功复制，未来还将在其他省市复制。

图 21: 宁波云医院五大平台



资料来源：东兴证券研究所

表 13: 宁波云医院的五大功能

宁波云医院功能	具体内容
足不出户看云医	基层医疗机构结合宁波市家庭医生签约服务，将签约居民从线下自动延伸到“宁波云医院”线上医疗服务，同时通过“掌上云医院”可以获得诊疗报告查询、药品配送服务，目前免费在线医疗 4 万多人次，在线咨询 10 多万条
不出社区、乡镇看名医	宁波云医院在二级甲等及以上医疗机构建设远程医疗服务中心 50 家；在基层医疗卫生服务机构建设基层云诊室 240 家，搭建“网上医联体”，目前云医生 1629 名，注册用户 4 万多人。
医生网上做随访	在试点的江东区三个社区卫生服务中心，家庭医生在“宁波云医院”开展了对糖尿病、高血压等慢性病患者的网上随访、网上随诊等服务。
公共卫生云路径	以妇幼保健服务为切入点，“宁波云医院”提供个性化孕育服务，“掌上云医院” App 下载人数超过 5000。
我的健康我管理	宁波云医院开展 250 万重点人群个性化健康指导服务；同时，推出智能健康设备慢病干预服务，确保慢性病管理及时、精准和有效，截止目前，高血压管理 27,000 余人次。

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

## 2.4 积极参与医保控费

医保控费需求急迫，国家政策大力支持。目前我国医保基金支出增幅高于收入增幅，相当一部分省份出现了当期收不抵支的状况，基金穿底风险日益突出。2013 年全国已有 225 个统筹地区的职工医保资金收不抵支，占全国统筹地区的 32%，其中 22 个统筹地区将历年累计结余全部花完；在居民医保方面，全国有 108 个统筹地区出现收不抵支。主要原因是老龄化造成的缴费人少于花钱的人和过度医疗。国家因而出台大

量的医保控费政策, 未来医保控费将加速普及, 潜在市场规模达千亿级别。

表 14: 医保控费的国家政策

日期	部门	政策名称	具体内容
2016年 1月	国务院	《关于整合城乡居民基本医疗保险制度的意见》	整合城乡居民医保, 统一覆盖范围, 统一定点管理, 结合基金预算管理全面推进付费总额控制。
2016年 6月	卫生部 生委	《关于尽快确定医疗费用增长幅度的通知》	各省(区、市)要根据不同地区医疗费用水平、不同类别医院功能定位、医疗服务需求增长等因素, 立足实际, 认真分析, 科学测算, 确定本地区年度医疗费用增长幅度。
2016年 6月	人社部	《关于积极推动医疗、医保、医药联动改革的指导意见》	发挥支付方式在规范医疗服务行为、控制医疗费用不合理增长方面的积极作用, 结合医保基金预算管理, 全面推进付费总额控制, 加快推进按病种、按人头等付费方式, 积极推动按病种分组付费(DRGs)的应用, 探索总额控制与点数法的结合应用, 建立复合式付费方式。
2017年 1月	发改委	《关于推进按病种收费工作的通知》	进一步扩大按病种收费的病种数量, 重点在临床路径规范、治疗效果明确的常见病和多发病领域开展按病种收费工作, 鼓励将日间手术纳入按病种收费范围, 医保经办机构要结合本地实施按病种收费的病种, 综合考虑医保基金承受能力和参保人员负担水平等因素, 通过与医疗机构进行谈判协商, 合理确定相应病种的医保付费标准, 并根据实际情况及时调整。
2017年 2月	财政部 人社部 国家卫计委	《关于加强基本医疗保险基金预算管理发挥医疗保险基金控费作用的意见》	各统筹地区要严格按照“以收定支、收支平衡、略有结余”的原则编制收支预算, 按照国务院统一部署, 大力推动医保、医疗、医药“三医”联动改革, 改革医疗服务价格形成机制, 制定医疗保险药品支付标准, 大力整顿药品生产流通秩序, 采取综合措施, 有效控制医疗费用不合理增长。

资料来源: 各部委, 东兴证券研究所

图 22: 全国社保基金收入与支出情况



资料来源: wind, 东兴证券研究所

**信息化控费与引入商业保险是两大方式。**信息化控费以 HIS 系统数据库为基础, 对每一例诊疗流程的规范程度以及处方的合理性进行检查, 从而在最大程度上确保费用支出的合理性。同时医保经办机构由于人力有限, 不可能对每一单诊疗流程进行细致的审核, 信息化控费是未来的必然趋势, 也是医保控费的重点。另外可以通过引入商业保险公司参与医保基金的管理 (目前主要是大病医保), 降低过度医疗带来的额外报销支出和优化居民的报销流程体验, 从而合理地控制医保费用。根据调查, 目前社保占据医保费用约 50%~70%, 而商业保险不足 5%, 商业保险提升空间巨大。

**东软集团可为医保控费信息化建设提供数据和平台支持。**东软集团在医疗信息化市场市占率第一, 具有覆盖 5 亿人口的 12, 000T 医疗影像数据、3, 000T 结构化数据、4. 75 亿条居民电子健康档案数据, 可以为医疗控费信息化建设提供大数据和平台支持。同时公司的医保控费领域, 医院、社保局都是公司主要客户, 各种医保 (省市医保、居民医保、集团公司医保, 工伤等等) 都有公司平台。公司 2016 年 7 月联合中国人民健康保险公司, 率先在辽阳开创了以线上大数据分析和知识库为核心的东软智能控费平台, 在事前事中和事后环节发挥人保健专业的线下服务能力, 在辽阳人社局监管下进行的专业化第三方审核的服务模式。未来有望将“第三方医疗保险审核与服务中心”模式快速复制到全国其他省市和地区。

图 23: 医保信息化的四个发展阶段



资料来源: 互联网, 东兴证券研究所

## 2.5 涉足商业医疗保险市场, 释放医疗大数据能量

**健康险市场急剧升温, 短期内有望达到万亿规模。**近年来我国健康险保费收入规模快速增长, 2010 年我国健康险保费仅为 677. 47 亿元, 到 2016 年已经增长到 4042. 5 亿元, 增长达 6 倍, 同时增速也在不断加快, 从 2010 年的 2. 1% 增长到 2016 年的 67. 71%。如果按照目前速度测算, 到 2018 年我国健康险保费收入将突破万亿。一方面社保管理趋紧, 另一方面随着生活水平提高人们对健康日趋重视, 健康险需求升温, 为我国商业医保提供了发展机遇。另外我国商业健康险占总体医疗支出比重还很低, 发展空间巨大。

图 24: 我国健康险保费收入



资料来源: 保监会, 东兴证券研究所

公司长期和政府社保基金合作, 经过长期积累, 公司市场占有率国内最高, 约为 50%, 为公司在整个医疗保险市场上的未来发展奠定了巨大的品牌优势。公司着力布局健康险大市场, 还于 2016 年 3 月与阳光财险公司、阳光寿险公司共同设立了阳光融和健康保险公司, 补足了其大健康战略版图最后的缺口。健康险将充分释放公司的医疗大数据能量。另外加上公司拥有的控费及预约、挂号、绿色转诊、健康服务、药品推送、慢病干预、熙康线下门诊等一条龙医疗健康落地服务, 可进一步降低保险赔付概率, 加强公司在保险市场竞争力。

图 25: 公司拥有的医疗大数据资源



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

### 3. 汽车电子龙头开启新能源车新征程

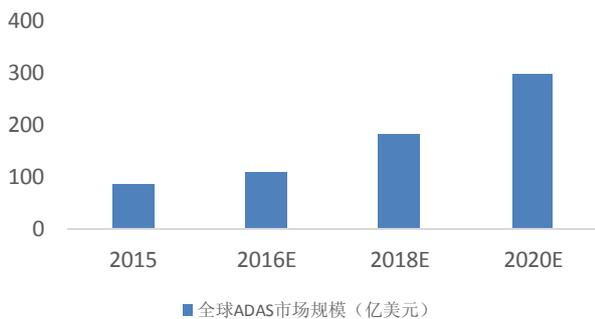
1991 年, 公司与阿尔派合作开始进行汽车电子相关产品的研发和生产。经过二十多年的积累与发展, 公司在汽车电子领域建立了车载系统、高级辅助系统以及新能源汽车三大业务线, 构建了由分布在中国、德国、日本的三千余名优秀人才组成的汽车电子软件研发团队, 无论在技术与市场份额都处于市场领先地位。在全球排名前 30 汽车厂商中, 85% 使用了东软的软件与服务。公司除了为国内多家汽车厂商提供车载信息娱乐系统、T-BOX 以及功放产品, 在车内交互、智能互联、网联安全、辅助驾驶、

EV 以及云服务方面均取得了显著的成绩。公司逐渐也逐渐成为了汽车电子的整体解决方案提供商。

### 3.1 积极布局 ADAS

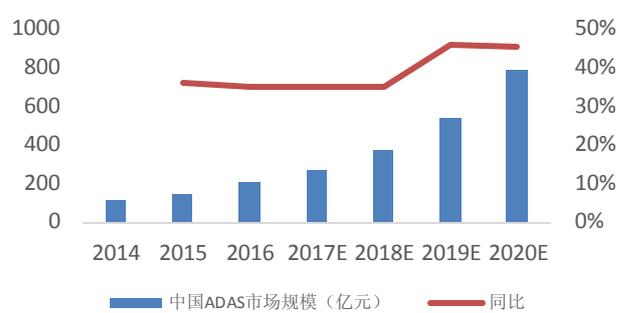
ADAS 市场规模将逐渐扩大，未来具有巨大潜力。ADAS 是无人驾驶的技术基础和前提，目前市场处在导入期，ADAS 技术也仍在调试阶段，并且很多功能仅渗透了高端车型。2015 年全球 ADAS 市场规模为 87 亿美元，据 TechNavio 预计 2020 年全球 ADAS 市场规模将达到 300 亿美元，复合增长率为 28.09%。我国 ADAS 市场 2015 年规模为 151 亿元，预计到 2020 年将达到 789 亿元，复合增长率为 39.19%，高于全球增速。我国 ADAS 渗透率还较低，未来随着消费结构的升级以及中产阶级购车需求的增加，ADAS 的需求量将出现爆发式的增长。

图 26: 全球 ADAS 市场规模



资料来源: TechNavio, 东兴证券研究所

图 27: 中国 ADAS 市场规模



资料来源: 中投顾问产业研究中心, 东兴证券研究所

成立汽车电子技术研发中心，ADAS 具有技术优势。公司 2004 年成立了汽车电子先行技术研发中心，是国内最早致力于高级汽车驾驶辅助系统研发的单位之一，研发方向主要集中在图像处理与模式识别技术、基于计算机视觉的环境感知技术、嵌入式高性能计算技术、多传感器融合技术等方面。公司目前已自主研发出的产品有车道偏离预警系统、泊车主动安全系统、交通标志信息提醒等汽车驾驶辅助系统，并已上市销售。公司在红外目标跟踪技术、图像拼接技术、疲劳检测技术等方面都有一定技术积累，未来可以用于研发夜视、全景等相应的自动驾驶辅助产品。

表 15: 公司的 ADAS 产品与功能

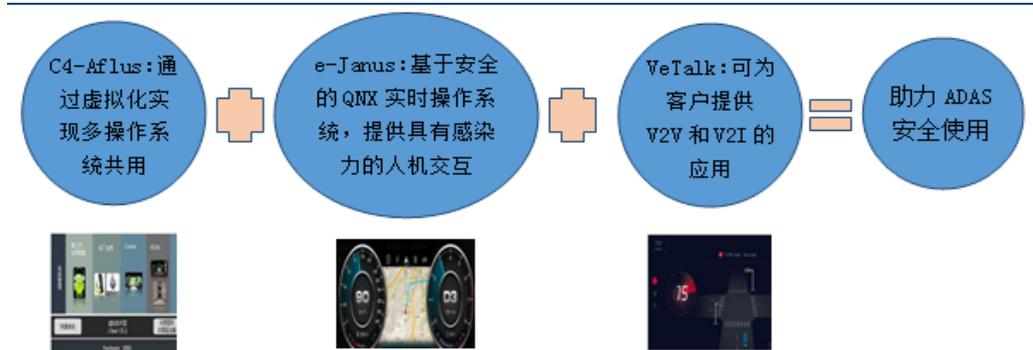
公司产品	产品功能
DA-1466C	MOD 倒车碰撞预警
	LDW 车道偏离预警
	FCW 车道碰撞预警
FA-1463C	LDW 车道偏离预警
	FCW 车道碰撞预警
RA-1463C	MOD 倒车碰撞预警

	LDW 车道偏离预警
	LCS 变道辅助
RA-1361C	MOD 倒车碰撞预警

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

公司的 ADAS 专利产品“识别图像中障碍物的方法和装置”荣获“中国专利优秀奖”，同时公司自主研发了“C4-Aflus”新一代座舱式系统平台、大尺寸“e-Janus”全液晶仪表、基于 V2X 通信技术产品的解决方案“VeTalk”等系列产品来与 ADAS 系统产生协同效应，助力 ADAS 更为安全的运行。公司与国际世界知名汽车厂商（BMW、Daimler 等）、汽车电子设备提供商（Alpine、Denso、Delphi、Harman 等）以及华晨、东风、一汽等汽车厂商都有合作关系。

图 28：公司产品之间的协同作用



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

公司深耕智能驾驶十多年，商业模式开始引入新机制，从项目转变为产品型，从按项目结算变为按车结算。公司现在和车厂签的框架协议在未来的 5 年中有望产生百亿级别的收入。

### 3.2 车联网+UBI 拓展汽车后市场增值服务

**车联网产业化加速发展。**随着我国城镇化进程不断加快，交通事故频发、拥堵以及污染促进了车联网的发展。另外，汽车保有量的大幅度增加也要求车联网必须快速发展。据埃森哲统计，13%受访中国消费者表示车联网配置对于汽车消费有较大的影响，并且愿意额外付费意愿车价的 15%。CII4 预计 2016 年我国车联网市场规模为 77 亿美元，到 2025 年将达到 2162 亿美元，2016-2025 的复合增长率约为 20%。

表 16：国家近年来出台的车联网相关政策

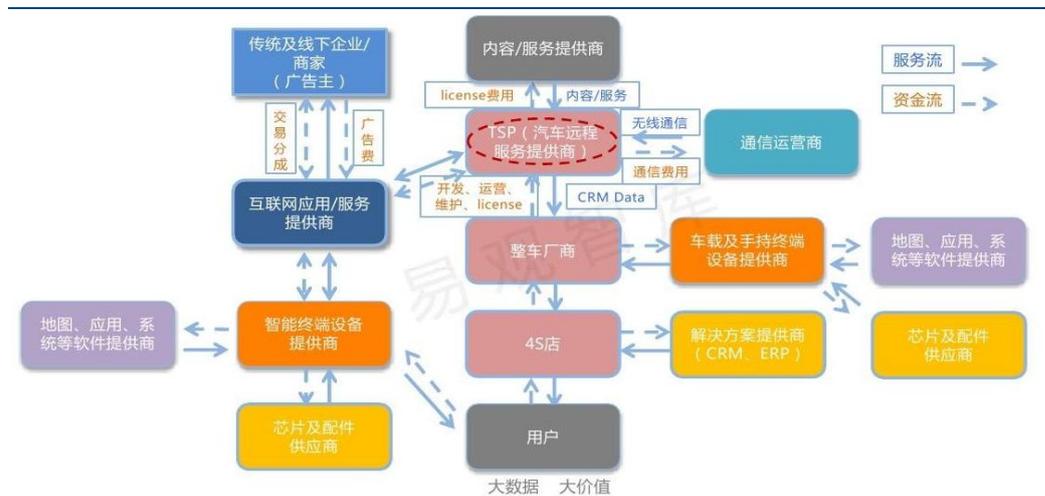
日期	政策	具体内容
2011 年	《国家“十二五”科学技术发展规划》	将车联网项目列为国家科技重大专项项目
2012 年	《2012-2020 交通运输业智	建成能够基本适应现代交通运输业发展需求的智能

	能交通发展战略》	交通体系、关键技术体系、标准体系以及产业, 实现跨区域、大规模的智能交通集成应用和协同运行
2014年	《道路运输车辆动态监督管理办法》	要求建设道路运输车辆动态监控平台, 对所属道路运输车辆和驾驶员运行过程进行实时监控和管理, 为车联网雏形。
2015年	《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	着重提出加快车联网、智能汽车等技术的研发、应用及标准化, 车联网成为“互联网+”最典型的应用领域之一。
2015年	《车联网发展创新行动计划(2015~2020年)》	要求推动车联网技术研发和标准制定, 组织开展车联网试点、基于5G技术的车联网示范。

资料来源: 各部委, 东兴证券研究所

**TSP 是车联网产业链的核心。**车联网包括车联网软件服务提供商、车载终端设备提供商、移动智能终端提供商以及车载信息服务(TSP), TSP 利用无线通信和 GPS 卫星导航技术为车主提供所需的信息服务, 主要包含位置、交通、娱乐、互联网、车辆诊断、保安等服务, 上接汽车整厂、车载设备制造商、网络运营商, 下接内容提供商, 处于车联网产业链的核心地位。TSP 一方面可依托线上服务赚取 B2C 中的利润, 另一方面在客户数量以及交互数据达到一定体量后, 可以与广告商、保险公司、物流公司、租车公司等开展一系列的商业模式的探索, 拓展 B2B 业务, 是车联网产业链条中潜在利润空间最大的一部分。目前 TSP 在我国发展较为薄弱, 但需求很大。

**图 29: TSP 的核心地位**



资料来源: 易观智库, 东兴证券研究所

公司是领先的车载系统整体供应商, 具有 TSP 整体解决方案。公司最早与阿尔派合作, 为日系车做配套服务, 又以 600 万欧元的成交价收购了哈曼 (面向汽车、消费电子和专业市场音响和信息娱乐产品的提供商) 旗下全资子公司 ISG, 后在 2016 年 1 月与四维图新签订战略合作协议, 拓展了地图数据产品。公司目前在车载系统领域的产品有车载信息娱乐系统、汽车导航、Telematics/LBS 以及车载通信产品。其中公司车

载信息娱乐软件应用于全球 TOP30 汽车品牌中的 80%。公司在 TSP 方面, 是中国移动位置服务平台解决方案的提供商, 可以提供面向车厂、供应商、4S 店、行业等多维度的 Telematics 的解决方案。未来随着车联网的快速发展, 作为核心 TSP 提供商, 公司将会有更大的盈利空间。

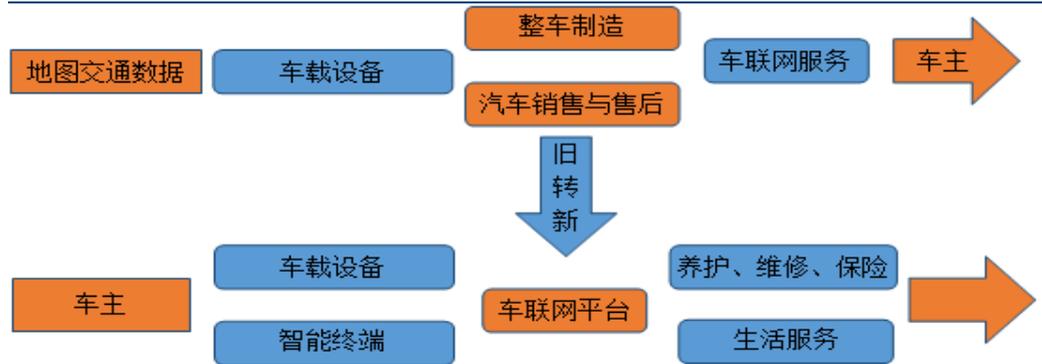
图 30: 公司 TSP 整体解决方案



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

新型车联网与保险合作探寻 UBI 模式, 市场前景广阔。随着生态系统的健全, 传统车联网将向新型车联网转变, 更多 CP/SP 提供商、互联网厂商进入到车联网的产业链, 随之而来会出现新的商业模式, 包括基于车辆数据形成大数据产品, 与商业保险合作, 形车联网保险 (UBI)。UBI 是指一种以车辆使用和驾驶习惯为基础的定价模式, 基于大数据的 UBI 可以提升车险定价的科学性, 从而针对不同的个体设计差异化的费率, 提高其的盈利水平。

图 31: 新型车联网以大数据为基础向汽车后市场渗透



资料来源: 易观智库, 东兴证券研究所

我国多家保险公司开始采用 UBI 模式, 主要有人保财险、国寿财险、平安财险和太平洋财险等。甚至多家互联网巨头也跨界参与 UBI 市场竞争, 2013 年阿里巴巴、腾讯、中国平安三家就联手成立中国第一家互联网保险公司—众安保险; 2014 年 5 月, 腾讯携手人保推出“i 车生活平台”, 已于 12 月正式发布车联网保险产品; 2015 年 1 月 27 日, 百度携手九大汽车品牌推出车联网解决方案 CarLife, 全力布局车联网行业, 并联合平安财险、元征科技进军车险行业。

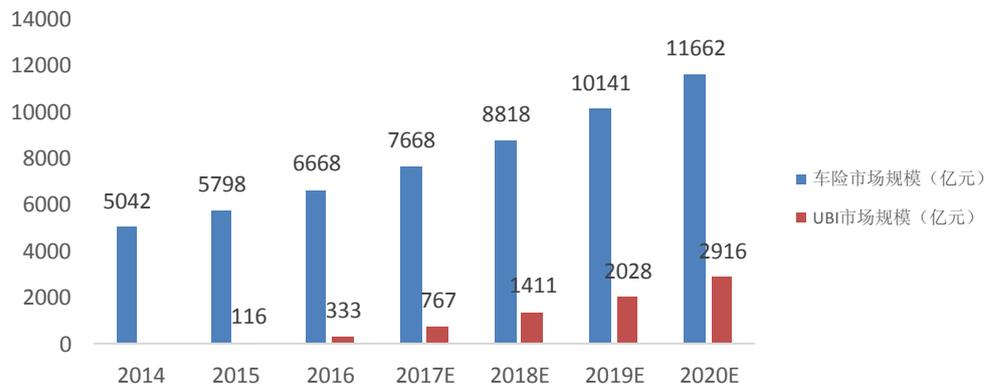
图 32: UBI 市场形成



资料来源: 易观智库, 东兴证券研究所

保险公司与互联网巨头的竞争带动 UBI 市场的发展。财产保险保费收入长期保持至少 15% 的增长率, 而车险又是财产保险的重要组成部分 (占比超过 70%)。据预测, 2020 年车险市场规模将达到 11662 亿元。未来随着车险费率市场化完全放开, 预计 2020 年, UBI 的渗透率将达到 20%-25%, 市场规模将有望达到约 3000 亿。

图 33: 车险、UBI 市场规模



资料来源: 中国产业信息网, 东兴证券研究所

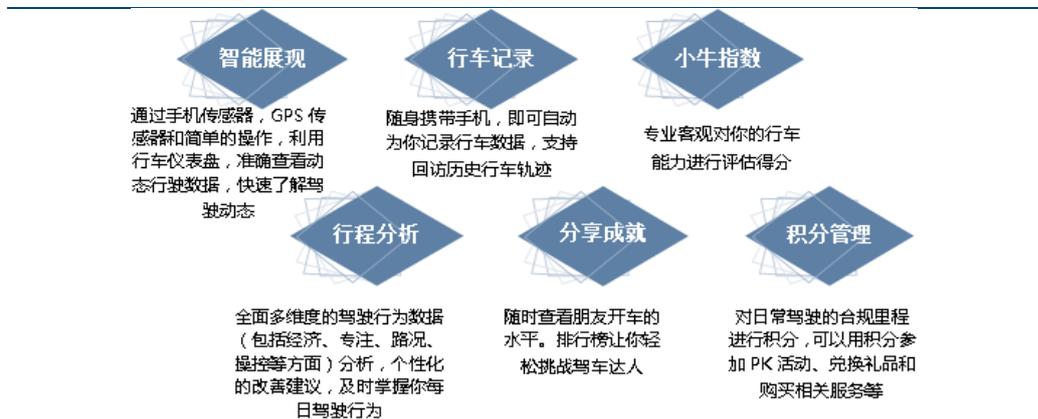
**前装 UBI+Telematics 将会是主流趋势。**发达国家驾驶行为的数据采集主要通过后装 OBD、前装车载 T-BOX 以及智能手机 APP 三种方式。目前我国主要以后装 OBD 为主要的数据采集方式, 存在多种不便之处。而保险公司也只需要记录车辆的急刹车、急加

速以及用车时间三个主要参数来判断驾驶风格，OBD 大部分数据没有用到。未来要实现汽车大数据的样本采集，主动权需要在汽车厂商的手中，即转变为前装 T-BOX。并且相对于 OBD 采用的车辆通用代码，T-BOX 采用的是车辆详细代码，数据质量更高。

公司能给予 UBI 数据支持，并研发出前装 T-BOX 与小牛助驾 APP。公司拥有驾驶行为数据分析平台，由爱驾驶 APP、Sensteer 数据分析平台和 Sensteer 云服务平台组成，打通车主数据采集+分析+服务闭环，为 UBI 保险提供必要支撑。公司的 T-BOX 可以远程控制车灯、喇叭、车锁、点火、空调、座椅加热、发动机限制启动等，还能随时查询车辆的燃油量、胎压、行驶里程、速度、机油寿命、平均油耗、门窗状态、车内外温度、水温、发动机状态等信息。它能收集车主日常的驾驶习惯，形成数据库，进行安全驾驶习惯分析并且具有经济驾驶提示功能。目前 T-BOX 系统已经应用在华晨宝马之诺、比亚迪戴姆勒腾势德国车型上。

公司在 2016 年还研发出了小牛助驾 APP，是一款基于大数据分析有关车主行车助驾的 APP。主要利用智能手机 GPS，收集汽车的速度、里程、加速等信息，通过一系列计算和分析，识别车主在行车过程中的驾驶行为，并对车主的行车质量做出评价实时提示驾驶员改正不良驾驶习惯，保证行车安全。最后再搭配公司原有产品车载系统（车载娱乐、导航等）以及 TSP（车载信息服务）就构成了整个 T-BOX 系统。

图 34：小牛助驾功能六大优势



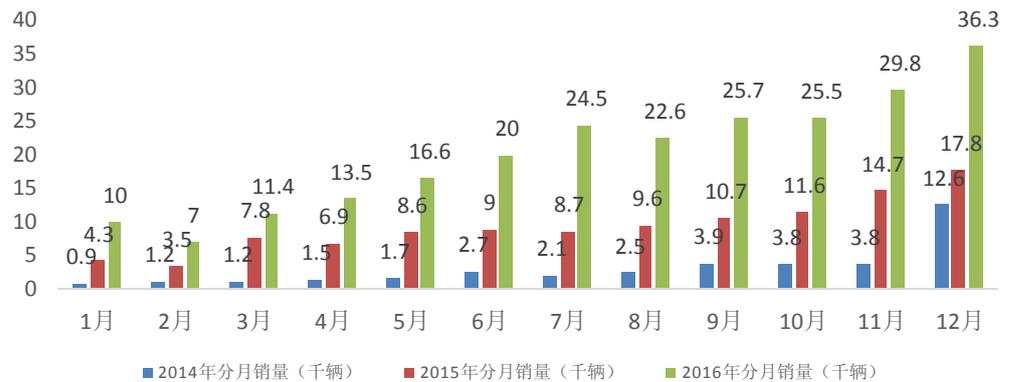
资料来源：小牛助驾官网，东兴证券研究所

合资成立财险公司进入 UBI，延伸后装服务大市场。公司 2015 年与瀚华金控、辽宁省国有资产经营、上海弘久实业、辽宁东立实业、本钢集团、大连汇能投资控股拟合资成立融盛财险，公司持有 20% 的股份，2017 年 2 月份得到保监会批复开始筹建。融盛保险将以“互联网+”创新业态拓展保险业务，以大数据分析为基础，与公司原有业务相结合，充分发挥公司在汽车电子/车联网领域积累的海量数据和行业优势，充分释放公司在互联网、大数据以及云计算领域的积累，打造“驾驶行为分析/车联网+车辆保险”。

### 3.3 拓展新能源汽车产品线

国家政策带动新能源车市场兴起。汽车是污染物总量的主要贡献者，汽车尾气的污染

将会引发严重的社会问题。2014年，国家及地方共出台新能源汽车相关政策152项，其中国家出台17项。截止到2016年4月，国家及地方共出台新能源汽车相关政策58项，其中国家出台15项。我国2016年新能源汽车的销量的同比增幅是2015年的1倍多，12月份销量是1月份的3倍多。受新能源汽车骗补调查的影响，2016年3-12月份的新能源汽车产量有所起伏。但随着骗补调查结果和处罚措施公布以及补贴政策调整的陆续确定，2016年末产量已恢复增长，预计2017年将继续保持高增速。

**图 35：我国 2014-2016 年新能源汽车分月销量**


资料来源：乘联会，东兴证券研究所

**新能源汽车发展存在充电设施信息不畅和技术瓶颈。** 新能源政策提出，2020年全国将新增集中式充换电站1.2万座，分散式充电桩480万个。我国的充电设备量全球第一，但新能源汽车的保有量却远落后于美国，主因我国的充电设施规划与实际需求脱离，并且充电设施的信息不被用户所知，大量的充电设施被闲置，造成充电难。另外电池技术落后也是产业发展的瓶颈，同时电池也占据了整车的大部分成本（NREL统计，在PHEV20中，电池成本占39%，而在PHEV40中，电池成本占51%）。受限于电池技术制约，新能源汽车续航里程短，充电时间较长，初次购买成本高。

**设立睿驰进入新能源汽车领域。** 公司2015年与阿尔派电子以及福瑞驰共同投资设立东软睿驰，加大在新能源汽车领域的布局。2016年11月公司对东软睿驰第一次增资1.05亿元，2017年4月公司第二次增资1.5亿元，对该业务前景极为看好。

- ◆ 2015年11月，东软睿驰推出智能充电系统（ICS），成为国内唯一一家运用电力线载波技术实现车桩互联的厂商。ICS以云端服务与数据平台为枢纽，实现V2G（Vehicle to Grid）网络、充电桩网络和手机APP网络的三网智能互联。车主可以手机安装东软睿驰充电APP，享受到从查找充电桩到充电、支付全过程的最便捷“即插即充”服务，解决充电设施信息不畅的问题。
- ◆ 2016年7月东软睿驰“零号工厂”开业，生产新能源汽车动力电池PACK产品，同时也与三星SDI以及曙光股份合资生产销售动力电池包。在动力电池开发上，中国和日本、韩国相比，续航里程和能量都低30%-40%，可靠性上也存在差距，制造成本也偏高。2016年8月东软睿驰发布智能电池管理系统（BMS），通过大数据挖

掘和独有的 SOC 算法, 同样的电池可以多跑 20% 的公里数。BMS 占电池总成本 30%, 据据览众资讯测算, 2016 年新能源汽车 BMS 约有 70 亿元市场规模, 到 2020 年, 将超过 150 亿元。目前该产品已经在国内多个整车企业的多款商用车和乘用车上进行了长期的验证测试, 数个车型也将于 2017 年实现量产销售。

图 36: 新能源汽车领域产品



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

## 4. 夯实大数据运营能力, 升级行业解决方案

公司是中国最大的 IT 解决方案供应商。公司的信息化管理行业解决方案涵盖领域包括: 电信、能源、金融、政府、制造业、商贸流通业、医疗卫生、教育与文化、交通、移动互联网、传媒、环保等。公司目前拥有 207 个业务方向, 750 种解决方案及产品, 市场延伸至日本、美国、欧洲等多个国家和地区, 拥有上万家客户, 是中国最大的 IT 解决方案供应商。

表 17: 公司行业解决方案覆盖多行业

行业	业务内容
电信行业	电信业务支撑领域: 提供新一代业务支撑系统 (BSS)、管理支撑系统 (MSS)、运营支撑系统 (OSS), 业务遍布中国移动、中国电信、中国联通 20 余个省份; 在移动增值业务领域: 业务覆盖中国移动总部及中国移动 12 个省份并与 NOKIA、NSN 等国际一流的电信厂商建立长期紧密的合作关系; 公司的短信增值业务系统为超过 2 亿人发送短信提供服务。
能源行业	为电力行业的生产、营销、数据中心及应用集成等核心业务提供全面解决方案, 业务覆盖国家电网公司和南方电网公司下属的 20 余个省级电力公司; 为超过 4 亿人的电力使用和支付提供服务。
金融行业	金融行业解决方案主要涵盖证券、期货、银行、外汇、保险行业的 IT 架构规划、交易、行情、监察、风险管理、创新实验平台、托管、CRM、BI 等方面, 同时也能够提供全生命周期测试、IT 外包服务; 主要客户包括: 中国人民银行、中国证券登记结算有限责任公司、中国外汇交易中心 上交所、保监会以及日本银行等; 公司的证券交易监察系统为超过 1.7 亿户股民提供证券交易服务。
政府部门	承担人力资源和社会保障部、财政部、国土资源部、公安部、国家发改委、国家工商总局、国家质检总局、国家税务总局、国家海洋局、国家知识产权局、水利部等国家部委的大型信息系统建设; 5,000 家环保管

	理部门在使用公司环境统计和环保固体废物监管系统，为中国国土资源部开发的国土资源核心业务系统管理覆盖了 18 亿亩耕地；支撑超过 5 亿人的社会保险服务。
制造业	为制造业的大中型企业提供涵盖企业集团财务管理、人力资源管理、数据中心及商业智能、第三方 ERP 咨询与实施、商贸企业进销存及物流管理系统、供应商关系管理、客户关系管理、IT 咨询服务等整体解决方案；主要客户包括：海尔、美的、HP、ALPS、中海壳牌、阿尔派、SAP、摩托罗拉（中国）、华晨宝马、首钢集团、金川集团等。
商贸流通行业	提供了涵盖企业人力资源管理、第三方 ERP 咨询与实施、商贸企业进销存及物流管理系统、供应商关系管理、客户关系管理等解决方案；主要客户包括：吉林华正、大连闻达、山东鲁洲等。
医疗卫生行业	为中国医疗卫生行业的信息化建设以及个人健康服务提供从硬件到软件、从技术到服务的全面解决方案；为 400 余家三级医院、2,500 余家医疗机构、23,000 余家基层医疗机构、12 万医疗两定机构提供软件与服务。
教育行业	为中国众多大学提供数字化校园平台、学生一体化应用系统、BI 主题应用系统、人力资源系统、数字媒体播放系统等全面解决方案和产品；主要客户包括：华东师范大学、中国人民大学、北京邮电大学、上海外国语大学、中国政法大学等；目前 300 万大学生正在使用东软数字化校园系统。
交通行业	为交通行业提供多项 IT 解决方案，包括高速公路收费系统、集装箱场站管理系统、轨道交通管理系统、东软海航管理平台；主要客户包括：沈阳地铁、铁道部、中铁电气化局集团有限公司、中铁集装箱、河北省交通通信管理局、辽宁省高速公路管理局、安徽省公路管理局等；1.13 亿人使用公司高速公路收费和综合信息系统。

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

**市场需求与行业积累推动大数据平台应用于公司行业解决方案。**公司在过去 25 年为十多个行业领域的 3000 余家客户、10 亿以上的用户管理了几百 PB 的核心业务数据，为公司大数据平台的开发和应用提供了技术支持和市场支持。目前公司自主研发出的大数据平台有 UniEAP 业务基础平台、SaCa 云应用平台以及 RealSight 大数据分析应用平台，实现了从传统行业解决方案到应用大数据平台来为客户提供服务的转变。

**UniBAP 业务基础平台：**包含开发工具、技术框架、通用技术组件和软件开发方法学，提供从需求、设计、开发、调试、部署到运维的应用全生命周期一站式服务。

图 37: UniEAP 业务基础平台功能



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

表 18: UniEAP 平台功能与优势

子平台	功能	优势	典型客户
企业应用开发平台 UniEAP Platform	图形化开发工具; 模块化开发技术; 组件化支撑框架; 模型化开发规; 可变化特征建模; 可视化应用监控。	敏捷开发; 高效协同; 灵活应变; 自主掌控	美的集团: 重塑集团业务领域系统; 奥克斯集团: 打造全生命周期管理系统
业务流程管理平台 UniEAP Workflow	实现全生命周期管理; 满足复杂流程监控; 面向业务的流程管理; 按需扩展的弹性架构。	快速分析业务流程 敏捷构建业务流程; 敏捷响应需求变更业务	中国电信: 解决电信业务规则复杂以及流程变更频繁问题; 国家电网: 铸就国家电网流程化规范管理
数据统计分析平台 UniEAP Report	丰富的图表展现; 高效的开发工具; 医用的仪表舱工具; 便捷的集成方式; 多源的数据填报; 灵活的任务调度。	降低开发难度; 缩短开发周期; 节省开发成本; 准确获取信息	无锡地税局: 无锡地税纳税遵从和税收征管状况分析平台; 奥克斯集团: 打造全生命周期管理系统
自动化测试平台 UniEAP UTF	用户化的测试脚本; 图形化的管理工具; 参数化的测试数据; 多样化的断言机制; 可视化的测试报告。	脚本语法易学易维护; 测试用例高度可复用; 全生命周期灵活扩展; 质量及进度全面管控	金保工程: 自动化测试项目

资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

**SaCa 云应用平台:** 提供一系列子产品来应对 B2B2C/G2B2C 模式下移动互联网、物联网、社交网络、情景感知、大数据、云计算的需求。解决垂直领域的社区化应用、移动应用的快速开发与交付、基于用户行为的实时个性化主动服务、敏捷云应用的开发与管理等共性问题。目前 SaCa 云应用平台已经形成 SaCa SNAP 社交网络应用平台、SaCa AppMart 多终端应用商店、SaCa RealRec 数据科学等 17 个子系列产品。

图 38: SaCa 云应用平台架构



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

**RealSight 大数据高级分析应用平台：**RealSight（睿见）是建立在 SaCa 与 UniEAP 数据汇集、高级分析与展现产品组合基础上的企业级大数据高级分析应用平台产品，围绕客户智能、IoT（物联网）智能与运营智能领域，将大数据高级分析技术、业务数据与领域知识深度融合，形成系列应用产品组合，通过更精准的客户洞察和运营优化，帮助客户吸引和保留用户、识别异常行为、降低运营成本。

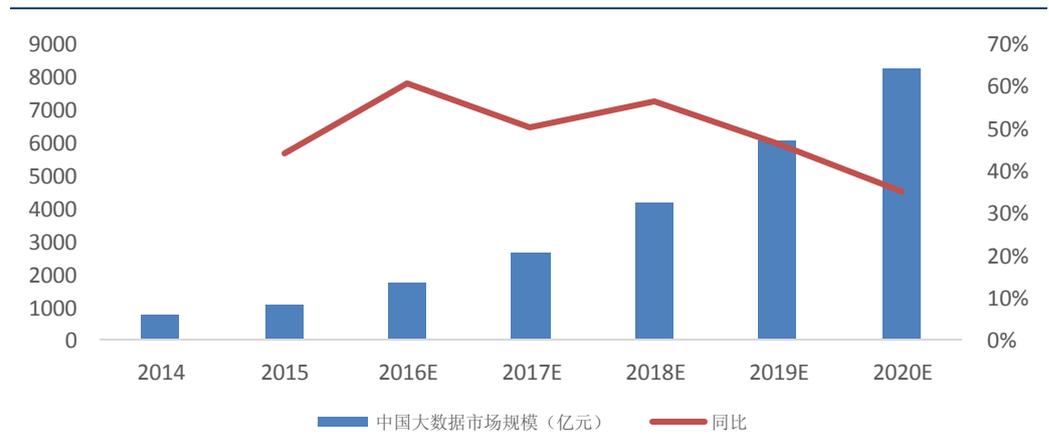
图 39: RealSight 平台



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

**大数据市场前景广阔。**全国各地发展大数据积极性较高，行业应用得到快速推广，市场规模增速明显。根据中国信通院统计，2016 年大数据市场规模达到 168 亿元，比 2015 年同比增长 44.83%。随着国家政策激励以及产业成熟度逐渐提升，大数据市场仍会保持较高的速度增长，预计到 2020 年将会达到 578 亿元，复合增长率为 36.19%。

图 40: 中国大数据市场规模



资料来源：CAICT，东兴证券研究所

## 5. 盈利预测及投资评级

我们的盈利预测基于如下假设：

（1）、汽车电子与新能源汽车业务。考虑到新能源汽车及智能驾驶市场的高增长以及公司不断加大的投入，我们认为公司中短期增长将来自智能驾驶舱、ADAS、BMS 等解决方案的销售，估计年均增速能够达到 50%左右。

（2）、智慧医疗业务。由于东软医疗、和东软熙康不再并表，我们保守估计医疗信息系统业务增速将维持在 10%左右的水平。

（3）、东软医疗、东软熙康股权价值。考虑到医疗和熙康引入外部投资后的广阔发展前景以及独立上市的可能性，加上一、二级市场估值差价，我们预计这块资产的保守估值在 100 亿左右。

（4）、其他业务。公司智慧城市、企业互联网等传统业务线条保守增速将维持在 10%左右的水平。

我们预计公司 2017 年-2019 年营业收入分别为 80.76 亿元、84.39 亿元和 87.77 亿元，归母净利润分别为 6.16、7.83、9.54 亿元，对应 EPS 分别为 0.50、0.63、0.77 元，对应 PE 分别为 37、29、24 倍。选取索菱股份、亚太股份、万达信息、创业软件、久远银海进行同行业公司对比，公司估值优势明显。

表 19: 同行业公司对比

公司	市值(亿元)	2016EPS	2017EPS	2018EPS	2016PE	2017PE	2018PE
索菱股份	68	0.44	0.85	1.13	72	37	28
亚太股份	90	0.20	0.26	0.35	63	49	36
万达信息	163	0.28	0.36	0.46	56	44	34
创业软件	70	0.31	0.63	0.79	97	32	25
久远银海	56	0.97	1.19	1.52	73	59	47
平均					72	44	34
东软集团	227	1.50	0.50	0.63	12	37	29

资料来源：wind，东兴证券研究所

公司是 IT 行业的老将，从最基础的软件外包业务逐步做大，形成目前覆盖医疗 IT、汽车电子、智慧城市、行业 IT 等多个业务线条。管理层不断增持公司股份使得东软控股成为公司第一大股东之后，加上三级股权激励，提升公司盈利能力、升级公司业务形成再创业动力十足。考虑到公司在同行业可比公司中具有估值优势，发展潜力巨大，给予公司 6 个月目标价 22 元，继续维持“强烈推荐”评级。

## 6. 风险提示

（1）、国家医保控费推进不达预期；

- (2)、车联网产业发展速度不达预期;
- (3)、智慧城市受政府财政影响不达预期。

表 20: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产合计</b>	7419	6509	7925	8730	9554	<b>营业收入</b>	7752	7735	8076	8439	8777
货币资金	3431	2836	3634	4641	5266	<b>营业成本</b>	5320	5370	5572	5654	5705
应收账款	2198	1404	1878	1747	1929	营业税金及附加	44	66	40	42	44
其他应收款	235	193	202	211	219	营业费用	734	691	646	675	702
预付款项	128	53	18	-18	-54	管理费用	1440	1481	1454	1519	1580
存货	1334	1063	1250	1194	1242	财务费用	24	17	-7	13	13
其他流动资产	76	835	835	835	835	资产减值损失	79.15	45.39	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	4694	5241	4913	4686	4465	公允价值变动收益	-6.55	-8.44	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	233	1793	1793	1793	1793	投资净收益	33.05	1602.59	30.00	33.00	36.00
固定资产	1812.38	1479.25	#####	1496.85	1332.56	<b>营业利润</b>	137	1658	400	569	769
无形资产	755	643	579	521	469	营业外收入	260.20	243.82	246.08	250.03	246.65
其他非流动资产	0	23	0	0	0	营业外支出	2.58	13.67	6.87	7.71	9.42
<b>资产总计</b>	12113	11750	12838	13415	14019	<b>利润总额</b>	395	1888	639	811	1006
<b>流动负债合计</b>	4610	2997	3579	3553	3407	所得税	88	183	102	130	161
短期借款	1073	33	616	982	895	<b>净利润</b>	306	1705	537	681	845
应付账款	892	844	892	891	906	少数股东损益	-80	-146	-79	-102	-109
预收款项	571	321	252	180	106	归属母公司净利润	386	1851	616	783	954
一年内到期的非	22	650	650	650	650	EBITDA	1088	2477	622	804	998
<b>非流动负债合计</b>	1110	698	590	590	590	<b>BPS (元)</b>	0.31	1.51	0.50	0.63	0.77
长期借款	610	300	300	300	300	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>负债合计</b>	5721	3695	4169	4144	3997	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	316	342	263	161	52	营业收入增长	-0.57%	-0.22%	4.41%	4.49%	4.01%
实收资本 (或股	1243	1243	1243	1243	1243	营业利润增长	40.49%	1109.05%	-75.87%	42.17%	35.23%
资本公积	825	686	687	687	687	归属于母公司净利	-66.71%	27.09%	-66.71%	27.09%	21.87%
未分配利润	3312	4856	5102	5416	5797	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	6076	7712	8463	9168	10027	毛利率 (%)	31.37%	30.57%	31.00%	33.00%	35.00%
<b>负债和所有者权</b>	12113	11750	12838	13415	14019	净利率 (%)	3.95%	22.04%	6.65%	8.07%	9.63%
<b>现金流量表</b>						<b>偿债能力</b>					
单位: 百万元						总资产净利润 (%)	3.19%	15.75%	4.80%	5.84%	6.81%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE (%)	6.36%	24.00%	7.28%	8.54%	9.52%
<b>经营活动现金流</b>	287	147	53	700	784	<b>运营能力</b>					
净利润	306	1705	537	681	845	资产负债率 (%)	47%	31%	32%	31%	
折旧摊销	927.17	802.54	0.00	164.29	164.29	流动比率	1.61	2.17	2.21	2.46	2.80
财务费用	24	17	-7	13	13	速动比率	1.32	1.82	1.86	2.12	2.44
应收账款减少	0	0	-474	131	-182	<b>总资产周转率</b>					
预收帐款增加	0	0	-69	-72	-75	0.71	0.65	0.66	0.64	0.64	
<b>投资活动现金流</b>	-645	-1058	123	33	36	应收账款周转率	4	4	5	5	5
公允价值变动收	-7	-8	0	0	0	应付账款周转率	8.43	8.92	9.31	9.47	9.77
长期股权投资减	0	0	6	0	0	<b>每股指标 (元)</b>					
投资收益	33	1603	30	33	36	每股收益 (最新摊	0.31	1.51	0.50	0.63	0.77
<b>筹资活动现金流</b>	1100	1072	621	274	-195	每股净现金流 (最	0.60	0.13	0.64	0.81	0.50
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新	4.89	6.20	6.81	7.37	8.07
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	15	1	0	0	0	P/E	59.71	12.26	37.35	29.39	24.11
资本公积增加	481	-139	0	0	0	P/B	3.79	2.98	2.72	2.51	2.29
<b>现金净增加额</b>	742	161	798	1007	625	EV/EBITDA	19.55	8.54	33.67	25.26	19.62

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 喻言

中国科学院大学、中科院计算所计算机系统结构博士，北京航空航天大学电子信息工程本硕。计算机行业高级研究员。曾任职华创证券研究所计算机助理研究员，华泰证券研究所计算机研究员。

## 联系人简介

### 叶盛

计算机行业研究员，西安交通大学工业工程专业学士，中央财经大学金融专业硕士，2015年加盟东兴证券研究所，曾从事机械行业研究，现从事计算机、互联网行业研究。

### 夏清莹

计算机行业研究员，英国拉夫堡大学、银行与金融学硕士，2016年4月加入东兴证券研究所，专注互联网金融、人工智能以及次新股等研究领域。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。