

东华软件（002065）

不只是算力，医疗 IT 三大预期差

东华软件成立于 2001 年，是国家规划布局内重点软件企业、国家火炬计划重点高新技术企业、计算机服务及软件特大型企业。自成立以来，公司不断加大技术创新、产品创新和业务模式创新的力度，已为数千个用户提供了优秀的软件和信息化系统解决方案，涵盖多种应用与技术平台，用户涉及医疗、金融、政务、能源、水利、公安、电信等多个行业。

积极拥抱 AI，有望实现降本增效。公司 22 年积极参与数字中国建设进程，拥抱 AI，持续投入。2022 年，公司主要从事的业务包括数字基础设施建设以及核心关键能力建设。今年，公司宣布接入文心一言，目前已经在数字医疗、金融科技、智慧城市、智能电力等多个领域有产品方案落地。

三个层面，医疗业务超预期：

HOS 基于订阅制，单个合同金额均超千万。东华医为推出的医院综合业务操作系统（HOS）是行业内首个以“数字孪生”为概念建设的产品。HOS 作为重塑医院数据化的支撑底座，通过对医院全量生产要素进行全局表达，并使其与所关联的业务流程紧密耦合，从而孪生出医院综合业务真实场景。22 年合同金额均超过千万。

客户质量高，21 年三大医院榜单客户数量均超三分之一。最新发布的 2021 年三大国内医院权威榜单，客户数量均超过三分之一，客户排名位列前茅。

医联体开启医疗业务快速向上。医联体相关政策密集发布，未来医联体建设有望加速。截至去年全国已建设 1.5 万个医联体，公司的互联网医联体系统目前已服务沧州市人民医院医联体、青岛大学附属医院城市医疗集团、鲁西南医院医联体、北京中医医院医联体等多个医联体客户。我们认为，公司有望受益于医联体的快速发展打开医疗业务快速上升通道。

深度合作华为，助力中国 AI 国家云。在大型算力中心建设业务方面，公司及全资子公司神州新桥与华为展开紧密合作。21-22 年，公司及全资子公司累计中标智能计算中心项目超 40 亿。我们认为，AI 对算力的需求加大以及算力作为 AI 国家云重要底座支撑进入快速发展阶段，公司作为华为合作伙伴算力相关业务有望快速增长。

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 140.13、167.60、198.50 亿元，同比增长 18.42%、19.60%、18.44%；毛利率分别为 24.55%、25.22%、26.27%。我们测算公司 2023-2025 年归母净利润分别为 6.86、9.57、14.04 亿元，对应当前股价 PE 分别为 33.45、23.99、16.35 倍。本报告采用分部估值方法，给予公司目标市值 375.05 亿元，目标价 11.7 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧的风险、技术迭代过快的风险、业务创新的风险、预测假设具有一定主观性

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,884.29	11,833.33	14,013.19	16,759.97	19,849.71
增长率(%)	18.73	8.72	18.42	19.60	18.44
EBITDA(百万元)	1,387.68	1,708.39	1,102.35	1,321.94	1,759.37
归属母公司净利润(百万元)	459.52	400.88	686.16	956.87	1,403.77
增长率(%)	(16.51)	(12.76)	71.16	39.45	46.70
EPS(元/股)	0.14	0.13	0.21	0.30	0.44
市盈率(P/E)	49.95	57.25	33.45	23.99	16.35
市净率(P/B)	2.10	2.06	1.94	1.79	1.62
市销率(P/S)	2.11	1.94	1.64	1.37	1.16
EV/EBITDA	17.83	10.99	21.05	17.44	12.45

资料来源：wind，天风证券研究所

投资建议

行业	计算机/IT 服务 II
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	7.16 元
目标价格	11.7 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,205.48
流通 A 股股本(百万股)	2,904.19
A 股总市值(百万元)	22,951.25
流通 A 股市值(百万元)	20,794.00
每股净资产(元)	3.52
资产负债率(%)	45.98
一年内最高/最低(元)	8.86/5.16

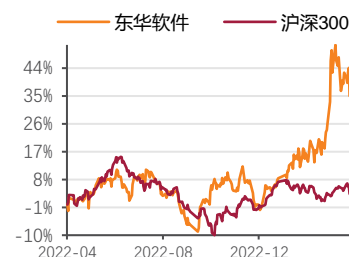
作者

缪欣君 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080003
miaoxinjun@tfzq.com

陈涵泊 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522110003
chenhanbo@tfzq.com

张若凡 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521090001
zhangruofan@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《东华软件-公司点评:上修业绩预告，腾讯深度合作商业模式全面升级》 2018-07-05
- 2 《东华软件-公司深度研究:腾讯合作升级商业模式，B 端互联网龙头扬帆起航》 2018-06-07
- 3 《东华软件-公司点评:合作腾讯凸显 B 端龙头产业价值，模式升级有望开启》 2018-05-30

内容目录

1. 医疗为基，东华全面拥抱 AI	4
1.1. 财务状况	4
1.2. 积极拥抱 AI，有望降本增效	5
2. 三个层面，医疗业务超预期	6
2.1. 基于订阅制，未来有望实现数据变现	6
2.2. 客户质量高，与医保局及保险客户，构建医疗保障体系	7
2.3. 医联体开启医疗业务快速向上	8
3. 深度合作华为，助力中国 AI 国家云	10
4. 盈利预测与估值分析	13
5. 风险提示	15

图表目录

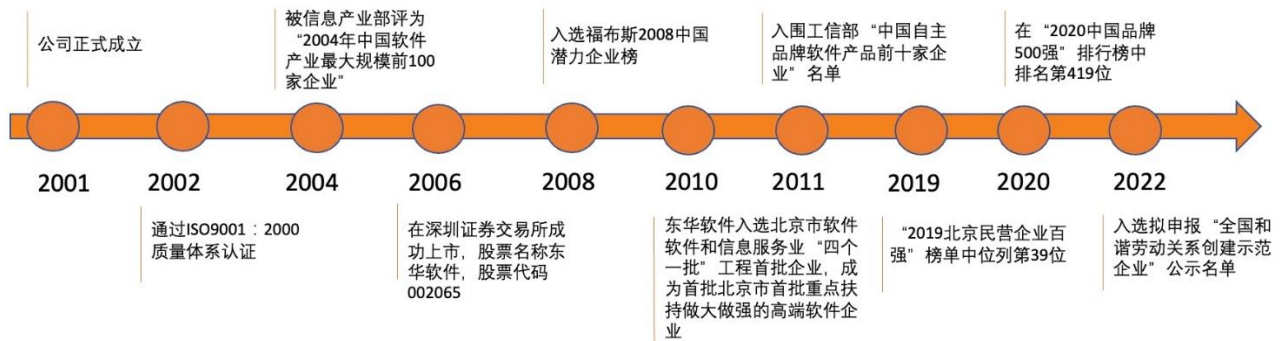
图 1：公司发展历程	4
图 2：公司近年营收及同比增速（百万元）	4
图 3：公司近年归母净利润及同比增速（百万元）	4
图 4：公司 22 年收入占比	5
图 5：公司近年综合毛利率	5
图 6：公司近年三费	5
图 7：HOS 业务总体框架	6
图 8：数据治理架构	7
图 9：40 家医院客户入围百强榜单	7
图 10：百强医院客户超三分之一	8
图 11：公司的院内基于 DIP 的医保费用智能监测系统总体架构	8
图 12：医联体的四种形式	9
图 13：公立医院运营管理信息化功能框架图	9
图 14：公司互联网医联体系统	10
图 15：中国算力网—智算网络正式上线	11
图 16：国家超算互联网启动仪式	11
图 17：荣获优秀昇腾人工智能计算中心合作伙伴	12
图 18：沈阳人工智能计算中心项目	12
表 1：盈利预测（亿元）	13
表 2：公司收入拆分（亿元）	13
表 3：可比公司估值	14
表 4：可比公司估值	14

表 5：可比公司估值14

1. 医疗为基，东华全面拥抱 AI

东华软件成立于 2001 年，是国家规划布局内重点软件企业、国家火炬计划重点高新技术企业、计算机服务及软件特大型企业。自成立以来，公司不断加大技术创新、产品创新和业务模式创新的力度，已为数千个用户提供了优秀的软件和信息系统解决方案，涵盖多种应用与技术平台，用户涉及医疗、金融、政务、能源、水利、公安、电信等多个行业，成功完成了国家电网公司、中石油股份公司等重要客户的应用软件开发和计算机信息系统集成项目。

图 1：公司发展历程

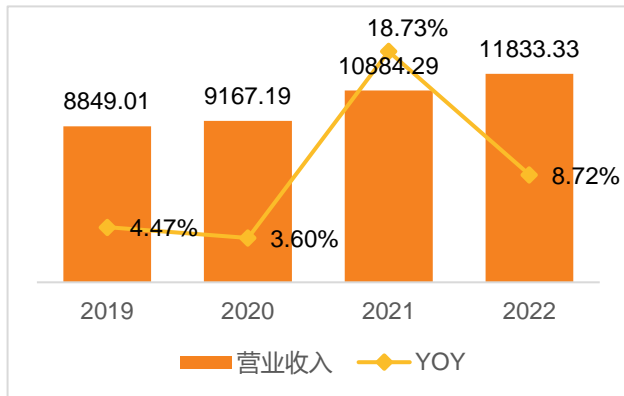


资料来源：公司官网、天风证券研究所

1.1. 财务状况

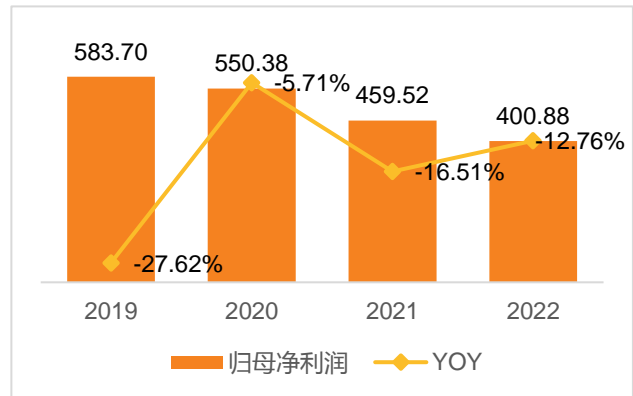
公司 22 年实现营业收入 118.33 亿元，同比增长 8.72%；实现归母净利润 4.01 亿元，同比减少 12.76%。主要原因系公司业务稳定增长，订单量逐年递增，由于智慧城市、雪亮工程等项目订单金额大，一揽子合同签订多，毛利率偏低，因此净利润略有波动。

图 2：公司近年营收及同比增速（百万元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

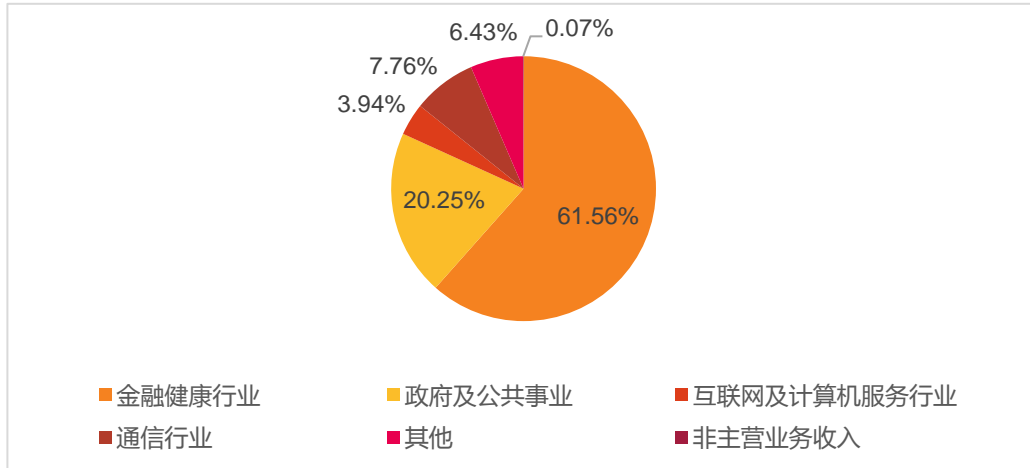
图 3：公司近年归母净利润及同比增速（百万元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

分行业看，公司营收以金融健康行业为主。22 年公司金融健康行业实现营收 72.85 亿元，同比增长达 6.04%，占营收比重达 61.56%，为公司主要收入来源。政府及公共事业实现营收 23.96 亿元，占比达 20.25%。互联网及计算机服务行业营收达 4.66 亿元，占比达 3.94%。通信行业实现营收 9.18 亿元，占比达 7.76%。

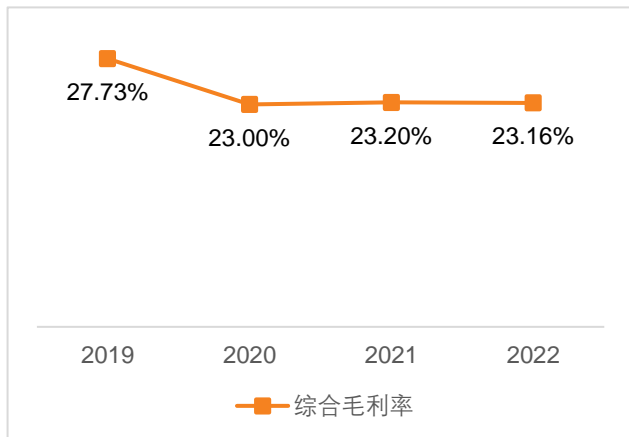
图 4：公司 22 年收入占比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

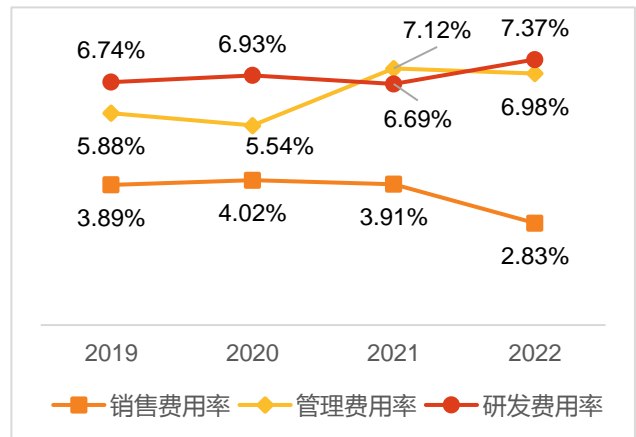
公司近年毛利率保持稳定，研发投入 0%资本化。公司 22 年毛利率为 23.16%，相比 21 年下降 0.04pct，基本保持稳定。22 年公司研发费用率 7.37%，公司 22 年持续研发关键技术、构建核心竞争能力、精准匹配落地场景的要求，积极参与数字中国建设进程，在关键核心技术能力建设方面持续投入，22 年研发投入达 11.49 亿元，占总营收的 9.71%，且 0%资本化研发投入。销售费用率、管理费用率分别为 2.83%、6.98%，相比 21 年均有所下降。

图 5：公司近年综合毛利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 6：公司近年三费



资料来源：Wind、天风证券研究所

1.2. 积极拥抱 AI，有望降本增效

公司 22 年积极参与数字中国建设进程，拥抱 AI，持续投入。2022 年，公司主要从事的业务包括数字基础设施建设以及核心关键能力建设：

数字基础设施建设方面，公司全面推进以 AI 算力中心承建为核心的新业务战略部署，提供包括数据中心机房环境建设、物理设备实施、软件环境部署、虚拟化技术服务、IaaS 平台建设、容器平台建设、混合云平台建设、算力基础设施建设等在内的端到端的软件定义数字基础设施服务。

核心关键能力建设方面，公司设立关键技术研究实验室，对人工智能技术、信息技术创新应用等方面进行持续投入，并积极参与各种软件生态。

- **持续研发人工智能：**公司在人工智能方面进行持续研究，利用行业技术优势和丰富的经验，积极探索人工智能技术在**医疗领域、金融领域以及智慧城市**等领域中的应用。此外，在金融领域，公司于接入**百度“文心一言”**，通过打造 AI 智能客服系统为客户

带来更便捷的银行服务。

- **积极参与信息技术创新应用：**公司在国产芯片和操作系统、数据库平台上做了大量适配工作，已有百种公司自主知识产权的行业软件适配在上述平台上，并且进行优化取得了非常高的运行效率。公司通过投资参股等方式，参与国产数据库系统的研发工作，并在一些行业取得初步应用。
- **研发可信可控的数据安全产品：**公司设立了专门的子公司研发基于可信可控平台的数据安全产品，并提供数据安全的解决方案。研发的产品包含数据分级分类管理，数据安全防护和数据脱敏等。

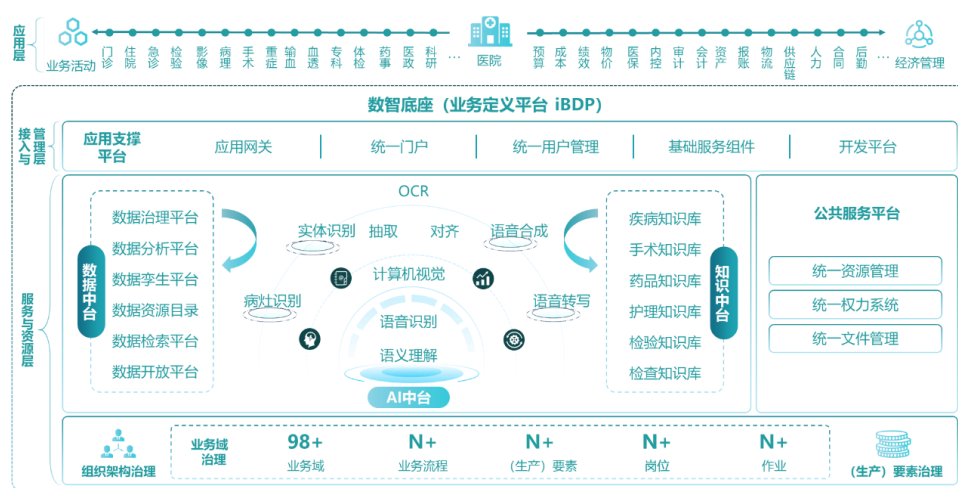
此外，公司 22 年员工数量得到控制，且人均创收近年持续增长。我们认为，未来随着公司产品与人工智能的相互融合，有望实现降本增效。

2. 三个层面，医疗业务超预期

2.1. 基于订阅制，未来有望实现数据变现

公司 HOS 产品基于订阅制，单个合同均超千万。东华医为推出的医院综合业务操作系统（HOS）是行业内首个以“数字孪生”为概念建设的产品。HOS 作为重塑医院数据化的支撑底座，通过对医院全量生产要素进行全局表达，并使其与所关联的业务流程紧密耦合，从而孪生出医院综合业务真实场景。“HOS+订阅模式”已成为东华医为客户成功战略的最佳解决方案和商业模式。22 年已有山东第一医科大学第二附属医院、高邮市人民医院等 37 家医院以订阅模式（SaaS）签约建设 HOS 服务合同，合同金额均超过千万。

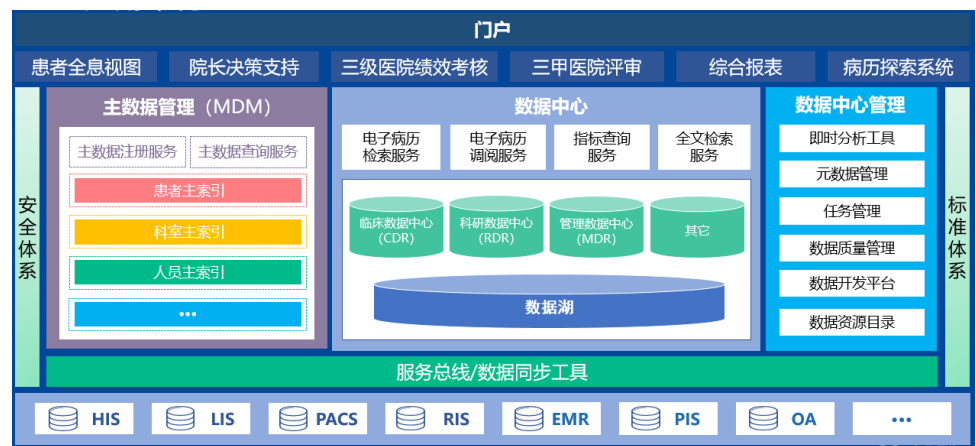
图 7：HOS 业务总体框架



资料来源：公司官网、天风证券研究所

公司为医院打造一站式数据治理及分析平台。东华医为数据中台产品为医院提供了从数据采集到数据分析的一站式数据治理及分析平台，数据中台产品包含了数据采集、数据质控、任务调度、数据资产、数据分析、数据开发、数据安全、数据服务、数据填报等核心功能组件，同时数据中台涵盖了医院全量数据及东华医为多年积累的分析主题模型及上千种专业指标。数据中台为医院呈现了全域数据资产，实现了数据采、存、管、用全自助可视化，并且高效的支撑了院内各种数据应用及三级公立医院绩效考核、三级综合医院评审、HQMS 等各类政策性数据需求。

图 8：数据治理架构



资料来源：公司官网、天风证券研究所

CMOS 促进数据形成标准化数据资产。公司的 CMOS（大健康医疗综合业务运营操作系统）解决方案主要是对城市全域医疗资源进行全局表达，汇聚、治理数据资源，形成标准化数据资产，通过 AI 算法构建融合中台，聚合医疗泛在的系统应用，形成城市级医疗数据闭环体系。我们认为，在 AI 与垂直场景结合的趋势下，公司在医疗领域数据治理方面的优势有望放大。

2.2. 客户质量高，与医保局及保险客户，构建医疗保障体系

客户质量高，40 家东华医为客户上榜 2021 中国顶级医院 100 强。子公司东华医为累计服务于全国 1000 多家医院、医疗集团、卫健委、医保局等客户。去年 7 月份艾力彼公布了“2021 年中国顶级医院 100 强”榜单，东华医为共有 40 家医院客户入围榜单，北京协和医院、四川大学华西医院更是蝉联榜单前两名。

图 9：40 家医院客户入围百强榜单

名次	医院	名次	医院
1	中国医学科学院北京协和医院	50	安徽医科大学第一附属医院
2	四川大学华西医院	51	哈尔滨医科大学附属第一医院
8	北京大学第一医院	52	首都医科大学附属北京友谊医院
12	中南大学湘雅医院	56	北京积水潭医院
13	南方医科大学南方医院	58	中国科学技术大学附属第一医院（安徽省立医院）
14	北京大学人民医院	59	西安交通大学第二附属医院
17	中国医科大学附属第一医院	61	新疆医科大学第一附属医院
19	山东大学齐鲁医院	63	重庆医科大学附属第二医院
20	中南大学湘雅二医院	68	河南省人民医院
29	山东第一医科大学附属省立医院	74	广西医科大学第一附属医院
31	郑州大学第一附属医院	78	天津市第一中心医院
33	首都医科大学附属北京安贞医院	81	深圳市人民医院
34	武汉大学人民医院（湖北省人民医院）	84	吉林大学中日联谊医院
35	中山大学附属第三医院	87	兰州大学第二医院
38	首都医科大学附属北京同仁医院	88	山西医科大学第一医院
39	中日友好医院	89	宁夏医科大学总医院
42	重庆医科大学附属第一医院	91	兰州大学第一医院
46	北京医院	94	贵州医科大学附属医院
47	青岛大学附属医院	96	南昌大学第二附属医院
48	武汉大学中南医院	97	河北医科大学第三医院

资料来源：艾力彼《医院蓝皮书：中国医院竞争力报告（2020~2021）》、东华医为公众号、天风证券研究所

21 年三大榜单医院客户数量均超三分之一。2022 年最新发布的复旦大学医院管理研究所《2021 年度中国医院综合排行榜》、中国医学科学院《2021 年度中国医院科技量值（STEM）》、艾力彼《中国医院竞争力报告（2020~2021）·2021 顶级医院 100 强》三大国内医院权威榜单，客户数量均超过三分之一，客户排名位列前茅。

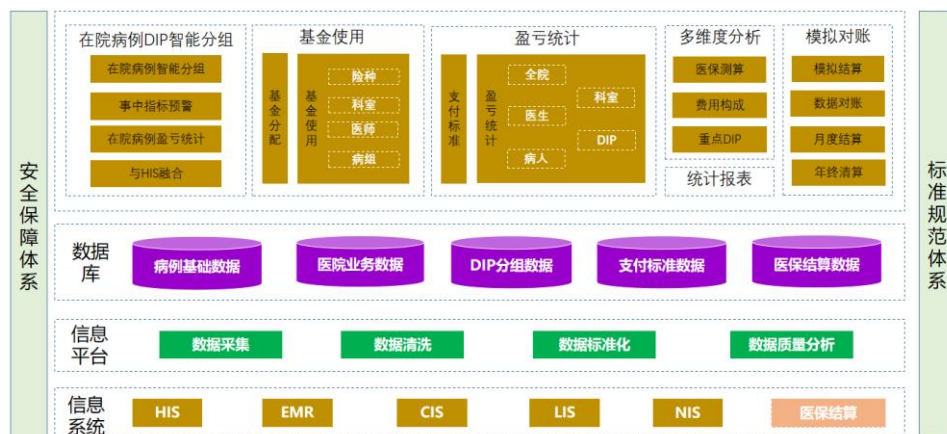
图 10：百强医院客户超三分之一



资料来源：东华医为官网、天风证券研究所

客户有多地医保局及保险，构建医疗保障体系。东华医为有以国家医保局、天津医保局、重庆医保局、山东医保局、中国人民保险公司、泰康人寿保险公司为代表的医保类客户。我们认为，随着公司与医保局、保险等客户合作加深，有望构建新的医疗保障体系，形成生态闭环。

图 11：公司的院内基于 DIP 的医保费用智能监测系统总体架构



资料来源：公司官网、天风证券研究所

2.3. 医联体开启医疗业务快速向上

医联体（医疗联合体建设）核心是区域内医疗资源的整合，旨在形成一个医疗互助与共享的系统。通常由同一区域内的三级医院、二级医院、社区医院以及其他医疗组织等共同组成，实现分级诊疗的上下联动，形成一个互助医疗组织与系统。医联体有四种组织形式，分别为城市医疗集团、县域共同体、跨区域专科联盟和偏远远程医疗。

图 12：医联体的四种形式

市级以上城市，由三级公立医院或者业务能力较强的医院牵头，联合社区卫生服务机构、医联体、专业康复机构等，形成资源共享、分工协作的管理模式。

以专科协作为纽带，组建区域间若干特色专科联盟，形成补位发展模式，重点提升重大疾病救治能力。



重点探索以县级医院为龙头、乡镇卫生院为枢纽、村卫生室为基础的县乡一体化管理，与乡村一体化管理有效衔接。

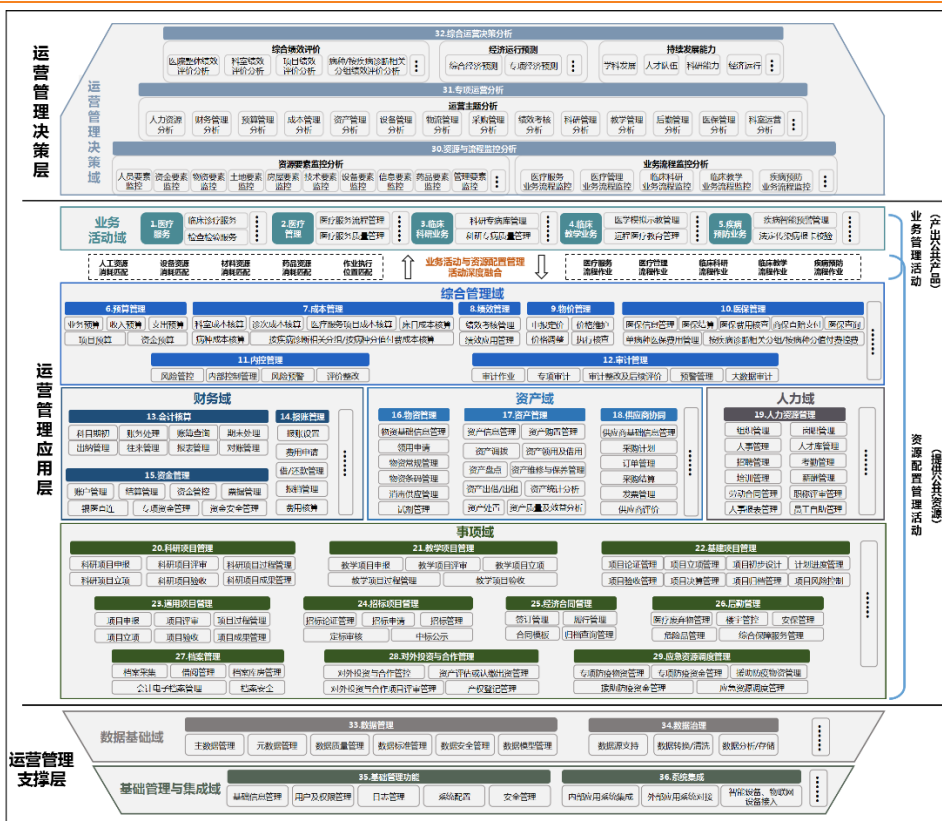
鼓励公立医院向基层医疗卫生机构提供远程医疗、远程教学、远程培训等服务，利用信息化手段促进资源纵向流动，提高优质医疗资源可及性和医疗服务整体效率。

资料来源：大医疗公众号、天风证券研究所

医联体建设加速。早在 2020 年 7 月 9 日，国家卫生健康委与国家中医药管理局联合印发《医疗联合体管理办法（试行）》中就提到加快推进医联体建设，逐步实现医联体网格化布局管理。2022 年 4 月，国家卫生健康委和国家中医药局组织制定《公立医院运营管理信息化功能指引》。指出公立医院运营管理是业务活动和经济活动的集合体、统一体和共同体。遵循系统互联、数据共享、业务协同原则，促进核心业务工作与运营管理深度融合，利用信息化手段提升医院业务活动和经济活动的管理质量。10 年来我国已组建 1.5 万个各种形式医联体。

2022 年期间，东华医为面向公立医院运营管理的要求，推出了公立医院运营管理平台，包括业务活动域、综合管理域、财务域、资产域、人力域、事项域、运营管理决策域、数据基础域、基础管理与集成域等 9 大类业务，及 45 级、163 个功能点，不断丰富和完善医院信息化建设。

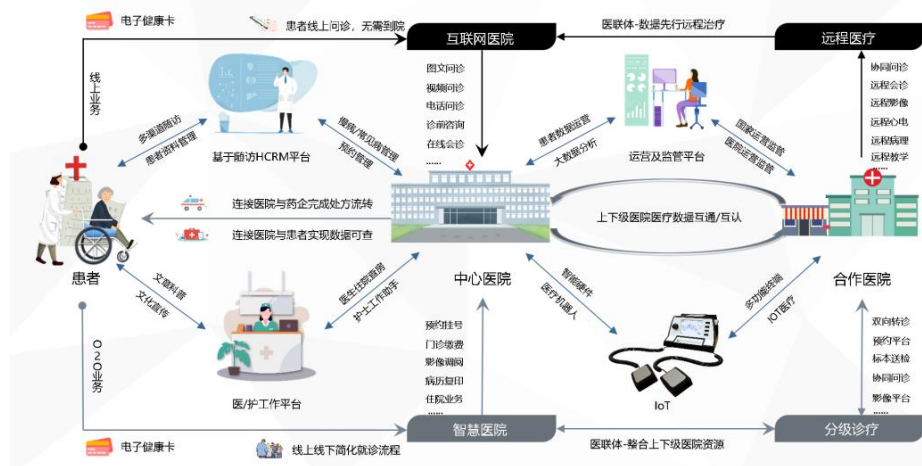
图 13：公立医院运营管理信息化功能框架图



资料来源：国家卫生健康委、国家中医药局《公立医院运营管理信息化功能指引》、天风证券研究所

公司已服务多个医联体客户。公司的互联网医联体系统是通过搭建互联网医联体平台实现医联体各个医疗卫生机构间患者医疗数据互联互通共享，实现双向转诊、预约挂号、预约检查、标本送检、远程会诊、远程协同门诊等业务功能，为医联体内分级诊疗制度落地，优质医疗资源共享，基层医疗服务能力提升提供技术支撑。目前已服务沧州市人民医院医联体、青岛大学附属医院城市医疗集团、鲁西南医院医联体、北京中医医院医联体等医联体客户。我们认为，公司有望受益于医联体的快速发展打开医疗业务快速上升通道。

图 14：公司互联网医联体系统



资料来源：东华医为公众号、天风证券研究所

22 年，公司全面推广城市大健康医疗综合业务运营操作系统（CMOS），CMOS 是智慧卫生新基建的重要应用场景，是城市大健康、三医联动的最佳实践。CMOS 中的智慧卫生数智底座是区域医疗的基础技术服务底座，具备全域数据汇聚共享、全面数据治理、全场景数据资产管理、统一标准管理、泛在应用互联、人工智能支撑六大能力。数智底座主要通过中台技术构建，为智慧卫生提供数据汇聚治理、业务协同应用、公共服务支撑及 AI 算法支撑等能力。

3. 深度合作华为，助力中国 AI 国家云

国内 AI、超算等面临卡脖子等难题，国产智算中心迫在眉睫。去年 8 月份，英伟达收到美国政府通知，限制公司未来向中国和俄罗斯出口 A100、H100，且限制还包括 NVIDIA 未来任何峰值性能和芯片对芯片的 I/O 性能均等于或大于 A100 的阈值的产品。同年 10 月，美国商务部（BIS）公布了对于中国出口管制新规声明，主要针对先进芯片及芯片制造设备，其中包括应用于 AI、超算等 HPC 领域的 CPU、GPU、AI 加速器等高算力芯片或含有此类芯片的计算机商品，同时对已被列入实体名单的 28 家中国实体进一步加强出口管制，包括多家中国 CPU、GPU 芯片设计公司及 AI 算法公司。

华为伙伴暨开发者大会 2022 上，“中国算力网—智算网络”正式上线。“中国算力网”是鹏城实验室在国家有关部委指导下推进的算力网络计划。提出“像建设电网一样建设国家算力网，像运营互联网一样运营算力网，让用户像用电一样使用算力服务”的发展愿景。

算力网络，AI 先行。基于昇腾 AI 基础软硬件平台的深圳、武汉、成都、西安、中原、南京、杭州等多地人工智能计算中心已上线运营，AI 算力成为一种新的城市公共资源，让智能触手可及。随着各地人工智能计算中心建成投运，联接成为智算网络是大势所趋。

图 15：中国算力网—智算网络正式上线



资料来源：智东西、天风证券研究所

国家超算互联网正式启动，打造国家算力底座，支撑数字中国建设。随着以大数据、人工智能为代表的新一代信息技术迅猛发展，全社会对算力提出了更高要求，亟需突破现有单体超算中心运营模式，加强全国超算资源统筹协调，以应对算力设施分布不均衡、接口不统一、应用软件自主研发和推广不足等问题。今年 4 月 17 日，科技部高新技术司在天津组织召开国家超算互联网工作启动会，科技部将通过超算互联网建设，打造国家算力底座，促进超算算力的一体化运营，助力科技创新和经济社会高质量发展。根据计划，到 2025 年底，国家超算互联网将可形成技术先进、模式创新、服务优质、生态完善的总体布局，有效支撑原始科学创新、重大工程突破、经济高质量发展、人民生活品质提高等目标达成，成为支撑数字中国建设的“高速路”。

图 16：国家超算互联网启动仪式



资料来源：中国网、天风证券研究所

深度合作华为，助力中国 AI 国家云。在大型算力中心建设业务方面，公司及全资子公司神州新桥与华为展开紧密合作，逐渐成为了华为紧密的合作伙伴。2022 年 9 月 2 日，神州新桥在昇腾人工智能生态大会获得优秀昇腾人工智能计算中心合作伙伴。下一步，神州新桥将继续携手昇腾 AI，拓展更多服务领域，为产业和民生提供 AI 基础设施支撑服务。我

们认为，AI 对算力的需求加大以及算力作为 AI 国家云重要底座支撑进入快速发展阶段，公司作为华为合作伙伴算力相关业务有望快速增长。

图 17：荣获优秀昇腾人工智能计算中心合作伙伴



资料来源：神州新桥公众号、天风证券研究所

21-22 年，公司及全资子公司累计中标智能计算中心项目超 40 亿。全资子公司神州新桥中标 4.12 亿武汉人工智能计算中心，标志着公司承接大型人工智能计算中心项目的开端。由此为契机，公司先后中标了 5.01 亿沈阳人工智能计算中心项目、5.1 亿河北人工智能计算中心项目、5.39 亿大连人工智能计算中心项目、0.67 亿国家超级计算长沙中心升级建设项目、8.7 亿武汉超算中心项目、4.01 亿长沙人工智能创新中心项目、4.86 亿宁波人工智能超算中心项目和 2.35 亿北京昇腾人工智能计算中心项目等。

图 18：沈阳人工智能计算中心项目



资料来源：神州新桥官网、天风证券研究所

近期，神州新桥中标沈阳智算中心二期项目，单项目金额 5.14 亿元。此次中标标志着公司在人工智能领域的项目技术、质量和服务获得用户的高度认可，证明了公司在同行业中的竞争优势，有助于增强公司在人工智能计算中心建设领域的业务承接能力，将进一步提升公司的品牌影响力和核心竞争力。

4. 盈利预测与估值分析

前提假设：

金融健康行业：考虑公司医疗业务基于订阅制，客户质量高且未来医联体的加速建设，未来医疗业务有望快速增长，毛利率基本保持稳定。公司金融相关业务接入文心一言生态，预计未来增速基本保持稳定增长，毛利率基本保持稳定。

政府及公共行业：考虑公司算力业务合同订单较大，在 AI 景气度提升背景下算力紧缺，预计未来保持一个较快的增速，毛利率基本保持稳定。

互联网及计算机服务行业：考虑疫情后对互联网及计算机服务影响减弱，公司软件、运维服务或将保持较高的增速，毛利率保持稳定。

通信行业：考虑公司通信行业营收占比较小，或将继续保持稳定的增长。

表 1：盈利预测（亿元）

	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	118.33	140.13	167.60	198.50
YOY	8.72%	18.42%	19.60%	18.44%
归母净利润	4.01	6.86	9.57	14.04
YOY	-12.76%	71.16%	39.45%	46.70%
毛利率	23.16%	24.55%	25.22%	26.27%

资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

表 2：公司收入拆分（亿元）

	2022	2023E	2024E	2025E
金融健康行业	72.85	85.13	101.33	118.59
YOY	6.04%	16.86%	19.03%	17.03%
毛利率	24.58%	25.64%	26.42%	28.41%
健康行业	20.00	27.00	35.64	46.33
YOY		35%	32%	30%
毛利率		55%	53%	54%
金融行业	52.85	58.13	65.69	72.26
YOY		10%	13%	10%
毛利率		12%	12%	12%
政府及公共行业	23.96	27.55	31.68	38.02
YOY	12.26%	15%	15%	20%
毛利率	23.31%	24%	25%	25%
互联网及计算机服务行业	4.66	7.68	12.30	17.21
YOY	8.94%	65%	60%	40%
毛利率		23%	23%	22%
通信行业	9.18	11.02	12.67	14.57
YOY	18.39%	20%	15%	15%
毛利率		23%	23%	23%

其他业务	7.61	8.75	9.62	10.10
YOY	25.00%	15%	10%	5%
毛利率	0.00%	19%	19%	18%
非主营业务收入	0.08			

资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

估值分析：

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 140.13、167.60、198.50 亿元，同比增长 18.42%、19.60%、18.44%；毛利率分别为 24.55%、25.22%、26.27%。我们测算公司 2023-2025 年归母净利润分别为 6.86、9.57、14.04 亿元，对应当前股价 PE 分别为 33.45、23.99、16.35 倍。

本报告采用分部估值：

健康行业：对该部分使用 PS 估值方法。根据我们简单测算，2023 年公司健康行业营收达 27 亿元，参考可比公司 PS 估值，由于公司医疗业务基于订阅制，客户质量高且截至去年全国已建设超 1.5 万个医联体，公司已服务多家大型医联体客户，未来医联体业务有望打开快速上升通道，考虑三个层面超预期带来的快速增长，给予该业务 2023 年 7 倍 P/S，对应市值 189 亿元。

表 3：可比公司估值

证券代码	公司	2023E P/S	2024E P/S	2025E P/S
300451.SZ	创业慧康	6.21	5.00	4.27
688246.SH	嘉和美康	5.49	4.18	
300253.SZ	卫宁健康	6.07	4.82	3.90
平均		5.92	4.67	4.08

资料来源：Wind、天风证券研究所，注：来源 Wind 一致预期，截至 2023 年 4 月 26 日

算力：公司的算力业务计入政府及公共行业。对该部分使用 PE 估值方法。根据我们预测，2023 年算力净利润达 1.65 亿元。参考可比公司 PE 估值，给予该业务 2023 年 65 倍 P/E，对应市值 107.25 亿元。

表 4：可比公司估值

证券代码	公司	2023E P/E	2024E P/E	2025E P/E
603019.SH	中科曙光	38.70	29.84	23.76
002261.SZ	拓维信息	90.17	62.01	
600756.SH	浪潮软件	60.91	45.96	
平均		63.26	45.94	11.88

资料来源：Wind、天风证券研究所，注：来源 Wind 一致预期，截至 2023 年 4 月 26 日

其他业务：对该部分使用 PE 估值方法。预计除了以上两块业务之外，此块业务净利润达 1.97 亿元，根据可比公司估值，考虑软件已接入文心一言生态，随着公司金融 IT 业务未来与 AI 技术的深度融合，有望实现降本增效，给予该业务 40 倍 PE，对应市值 78.8 亿元。

表 5：可比公司估值

证券代码	公司	2023E P/E	2024E P/E	2025E P/E
002987.SZ	京北方	27.78	21.07	17.18
300674.SZ	宇信科技	29.24	22.22	18.63
300348.SZ	长亮科技	43.81	29.20	23.78
平均		33.61	24.16	29.79

资料来源：Wind、天风证券研究所，注：来源 Wind 一致预期，截至 2023 年 4 月 26 日

综上，根据公司各部分估值，给予公司目标市值 375.05 亿元，目标价 11.7 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

行业竞争加剧的风险：软件和信息技术服务业是成熟且竞争激烈的行业，尽管公司具有在业内多年来一直保持的领先优势，但仍面临行业竞争加剧的风险。

技术迭代过快的风险：软件和信息技术服务业属于技术更新快、升级频繁的行业，新技术以及新技术产生的新商业模式，需要长期持续的研究和创新，这对公司的市场开拓、技术储备和人才储备带来一定挑战。

业务创新的风险：面对国家政策和行业发展趋势，需要不断创新业务，加强对国家政策导向的研究和最新行业动态的跟踪，在重点领域积极拓展新业务，满足市场需求。

预测假设具有一定主观性：医疗 IT 及算力市场随着参与者增加，未来市场变化难以完全预知，文中测算具有一定主观性，仅供参考。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,664.33	2,550.59	2,522.37	2,514.00	3,536.24
应收票据及应收账款	6,167.72	6,280.75	6,398.85	6,997.96	7,410.72
预付账款	636.85	652.40	715.63	995.22	845.48
存货	7,281.12	8,169.04	8,485.25	8,960.23	9,077.61
其他	745.95	699.98	1,765.14	1,691.68	2,074.36
流动资产合计	17,495.96	18,352.77	19,887.24	21,159.08	22,944.41
长期股权投资	208.50	247.62	251.90	254.46	256.78
固定资产	306.13	381.24	360.73	332.13	295.51
在建工程	160.83	259.45	361.65	452.41	535.05
无形资产	201.41	181.71	159.47	137.23	114.98
其他	2,123.03	2,113.67	2,102.20	2,077.44	2,062.51
非流动资产合计	2,999.91	3,183.69	3,235.95	3,253.66	3,264.84
资产总计	21,071.03	22,226.02	23,123.18	24,412.75	26,209.24
短期借款	3,723.06	4,343.98	3,923.63	3,719.46	3,538.60
应付票据及应付账款	2,119.85	2,087.81	2,154.91	2,130.91	2,070.82
其他	1,694.89	1,742.78	4,708.79	5,256.97	5,859.69
流动负债合计	7,537.80	8,174.57	10,787.33	11,107.34	11,469.11
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	176.23	161.86	159.27	148.79	146.24
非流动负债合计	176.23	161.86	159.27	148.79	146.24
负债合计	9,963.68	10,748.96	10,946.60	11,256.13	11,615.35
少数股东权益	188.09	329.51	346.24	369.06	401.67
股本	3,205.48	3,205.48	3,205.48	3,205.48	3,205.48
资本公积	2,769.24	2,751.20	2,751.20	2,751.20	2,751.20
留存收益	4,947.96	5,188.56	5,874.73	6,831.60	8,235.37
其他	(3.41)	2.31	(1.07)	(0.72)	0.17
股东权益合计	11,107.35	11,477.06	12,176.58	13,156.62	14,593.89
负债和股东权益总计	21,071.03	22,226.02	23,123.18	24,412.75	26,209.24

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	378.38	409.94	686.16	956.87	1,403.77
折旧摊销	85.99	105.43	112.91	116.18	119.20
财务费用	154.17	213.13	121.57	111.38	102.08
投资损失	0.00	(1.45)	(0.58)	(0.23)	(0.05)
营运资金变动	(563.93)	(789.51)	(248.39)	(745.49)	(211.65)
其它	559.65	88.62	16.73	22.83	32.61
经营活动现金流	614.27	26.16	688.41	461.54	1,445.96
资本支出	117.78	309.54	174.95	166.57	145.53
长期投资	4.38	39.11	4.28	2.56	2.32
其他	(436.92)	(598.29)	(349.44)	(322.03)	(286.21)
投资活动现金流	(314.76)	(249.64)	(170.21)	(152.90)	(138.36)
债权融资	306.71	402.29	(543.05)	(317.36)	(286.25)
股权融资	540.74	(12.32)	(3.37)	0.34	0.90
其他	(982.38)	(389.24)	(0.00)	(0.00)	0.00
筹资活动现金流	(134.92)	0.73	(546.42)	(317.02)	(285.35)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	164.59	(222.75)	(28.22)	(8.38)	1,022.24

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	10,884.29	11,833.33	14,013.19	16,759.97	19,849.71
营业成本	8,358.85	9,092.28	10,573.03	12,533.67	14,634.50
营业税金及附加	26.01	27.39	34.60	40.09	47.47
销售费用	425.44	334.65	404.98	487.72	571.67
管理费用	774.90	825.50	955.70	1,153.09	1,359.71
研发费用	728.18	871.85	1,059.40	1,337.45	1,593.93
财务费用	114.63	218.06	121.57	111.38	102.08
资产/信用减值损失	(195.90)	(181.62)	(138.38)	(95.57)	(77.69)
公允价值变动收益	11.40	42.74	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.00)	1.45	0.58	0.23	0.05
其他	258.46	176.50	0.00	(0.00)	(0.00)
营业利润	382.31	424.53	726.10	1,001.24	1,462.72
营业外收入	10.93	0.14	0.18	0.23	0.25
营业外支出	10.36	13.62	10.98	11.28	11.76
利润总额	382.88	411.05	715.30	990.19	1,451.21
所得税	4.50	1.11	12.41	10.50	14.83
净利润	378.38	409.94	702.89	979.70	1,436.38
少数股东损益	(81.14)	9.06	16.73	22.83	32.61
归属于母公司净利润	459.52	400.88	686.16	956.87	1,403.77
每股收益（元）	0.14	0.13	0.21	0.30	0.44

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	18.73%	8.72%	18.42%	19.60%	18.44%
营业利润	-31.37%	11.04%	71.04%	37.89%	46.09%
归属于母公司净利润	-16.51%	-12.76%	71.16%	39.45%	46.70%
获利能力					
毛利率	23.20%	23.16%	24.55%	25.22%	26.27%
净利率	4.22%	3.39%	4.90%	5.71%	7.07%
ROE	4.21%	3.60%	5.80%	7.48%	9.89%
ROIC	5.11%	6.01%	7.08%	9.11%	12.01%
偿债能力					
资产负债率	47.29%	48.36%	47.34%	46.11%	44.32%
净负债率	10.00%	16.07%	11.92%	9.53%	0.33%
流动比率	1.85	1.80	1.84	1.90	2.00
速动比率	1.10	1.03	1.06	1.10	1.21
营运能力					
应收账款周转率	1.87	1.90	2.21	2.50	2.76
存货周转率	1.62	1.53	1.68	1.92	2.20
总资产周转率	0.54	0.55	0.62	0.71	0.78
每股指标（元）					
每股收益	0.14	0.13	0.21	0.30	0.44
每股经营现金流	0.19	0.01	0.21	0.14	0.45
每股净资产	3.41	3.48	3.69	3.99	4.43
估值比率					
市盈率	49.95	57.25	33.45	23.99	16.35
市净率	2.10	2.06	1.94	1.79	1.62
EV/EBITDA	17.83	10.99	21.05	17.44	12.45
EV/EBIT	18.96	11.68	23.45	19.12	13.35

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com