

东软集团(600718)

报告日期: 2024 年 12 月 23 日

变革新起航，出海+数据价值创造驱动长期成长

——东软集团首次覆盖报告

投资要点

□ 软件为基，多元业务布局

业务视角：医疗健康+智能汽车+智慧城市+企业互联。东软集团主营业务主要包括医疗健康、智能汽车、智慧城市、企业互联四大业务板块，业务涉及社保、电信、税务、金融、能源电力、教育、交通等行业领域。**1) 医疗健康：**智慧医院+智慧卫健+智慧医保+智慧人社；**2) 智能汽车：**智能座舱+车路协同；**3) 智慧城市：**政务大数据管理平台等；**4) 企业互联：**数据中台+软件服务。

组织架构视角：集团公司+子公司构建全产业链生态。**1) 大健康生态布局：**东软医疗+熙康+望海，医疗业务协同效应显著；**2) 软件定义汽车：**东软睿驰，技术升级+生态扩圈，继续维持领军地位。

□ 海外业务布局：助力中国企业扬帆出海

1) 汽车业务出海：我国汽车产业电动化、智能化转型趋势明显，对主机厂控本要求更为严苛；同时我国汽车出海规模全球领先，本土车厂引领“品牌向上”新潮流。在出海背景之下，公司加强技术迭代和产品创新，汽车出海业务迎来高速增长。

2024 年上半年，公司新增出海定点金额同比继续快速增长，增速约 70%；其中公司汽车出海相关产品主要为 **1) 智能座舱：**高阶智能座舱域控平台+NAGIVI 座舱软件产品；**2) 车载导航：**OneCoreGo® 5.0；**3) 智能通讯：**T-Box 系列产品。

2) 医疗设备出海：东软医疗获通用集团战略投资+东软医疗出海业务成绩卓越，位居行业前列（截止 2024 年上半年，公司产品销往全球 110 余个国家和地区，历史装机量超 49000 台）。

□ 数据价值创造：城市新基础设施构建

政策端，我国近年来出台多项政策文件并成立相关机构，高度重视培育数据要素市场；**市场端，**我国数据要素流通市场活跃度显著提升，总体规模呈上升趋势。2021/22/23 年我国数据要素市场规模分别为 815/1019/1273 亿元，同比增长 49.54%/25.03%/24.93%，预计 2024 年市场规模可达 1592 亿元。

在智能化趋势下，公司致力于为城市构建新基础设施，挖掘、聚合、展现城市资源，以数据驱动发展：

- 1) 医疗数据价值化解决方案：融合医学和数字科技，提升医疗服务质量和效率，促进医疗资源合理利用；
- 2) 城市人力资源发展平台：通过数字化手段提升城市人力资源管理效率，推动人才资源优化配置；
- 3) 城市级智慧养老服务平台：打造全方位、全覆盖、全流程的智慧养老新模式。

□ 盈利预测与估值

我们预计公司 2024-2026 年营收 116.61、133.33、155.25 亿元，同比增长 10.60%、14.34%、16.44%；归母净利润 2.86、5.12、6.60 亿元，同比增长 286.74%、79.03%、28.96%。我们采用相对估值法对公司进行估值。我们分别选取与公司四大业务板块接近的可比公司，结合可比公司的财务情况以及估值水平，我们给予公司 2025 年 36x PE，对应目标市值 182 亿元，对应目标价 15.2 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

□ 风险提示

创新业务亏损加剧导致公司利润不及预期；新产品、新业务推进不及预期；出海业务受到政策风险影响

投资评级：买入(首次)

分析师：刘雯蜀

执业证书号：S1230523020002
liuwenshu03@stocke.com.cn

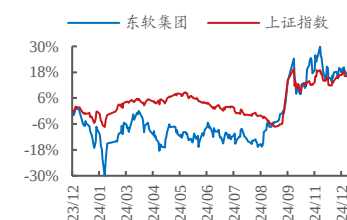
分析师：刘静一

执业证书号：S1230523070005
liujingyi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 10.49
总市值(百万元)	12,626.85
总股本(百万股)	1,203.70

股票走势图



相关报告

- 1 《中国解决方案与服务供应的巨人》 2010.12.13

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10,544	11,661	13,333	15,525
(+/-) (%)	11.39%	10.60%	14.34%	16.44%
归母净利润	74	286	512	660
(+/-) (%)	121.56%	286.74%	79.03%	28.96%
每股收益(元)	0.06	0.24	0.43	0.55
P/E	170.84	44.17	24.67	19.13

资料来源：浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

- 1) **盈利预测:** 我们预计公司 2024-2026 年营收 116.61、133.33、155.25 亿元, 同比增长 10.6%、14.34%、16.44%; 归母净利润 2.86、5.12、6.6 亿元, 同比增长 286.74%、79.03%、28.96%。
- 2) **估值指标及目标价格:** 我们采用相对估值法对公司进行估值。我们分别选取与公司四大业务板块接近的可比公司, 结合可比公司的财务情况以及估值水平, 我们给予公司 2025 年 36x PE, 对应目标市值 182 亿元, 对应目标价 15.2 元。
- 3) **投资评级:** 首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 关键假设

- 1) **医疗健康及社会保障业务:** 医疗、医保信息化行业有望在政策推动、需求提升及技术迭代等多维度的驱动下建设力度加大, 公司保持在医保信息系统、人社 IT 解决方案等领域市场份额第一的领先市场地位, 2024-2026 年营收增速分别为 8%、12%、15%。
- 2) **智能汽车业务:** 汽车出口保持强劲增长, 车路云建设加速, 公司与国内外车厂保持深度合作、持续拓展新客户, 2024-2026 年营收增速分别为 15%、20%、23%。
- 3) **智慧城市业务:** 公司在城市新基础设施方向的布局深入, 城市人力资源发展平台、城市级智慧养老服务平台逐步推进落地, 2024-2026 年营收增速分别为 5%、10%、10%。
- 4) **企业互联业务:** 自动化和 AI 工具提升交付能力和数字化服务能力, 公司在中企出海和在海外企软件服务领域的优势持续保持, 2024-2026 年营收增速分别为 10%、10%、10%。

● 我们与市场的观点的差异

【市场担心】公司业务板块多、布局广, 担心公司所处赛道标签不够鲜明, 长期成长性欠佳。

【我们认为】我们同时看好公司软件业务基本盘及出海、数据价值创造等业务的成长性。业务布局的广泛性使得公司可以充分受益于数字经济发展为软件和信息技术服务业带来的上行 β , 平抑由于单一行业客户信息化支出波动带来的业绩扰动, 为公司业务提供了稳健的基本盘。与此同时, 公司积极布局出海、数据价值创造等高成长性方向, 为公司实现高于软件行业平均增速提供驱动力。

【市场担心】公司部分子公司的创业业务布局仍处于早期市场拓展阶段, 持续亏损可能会影响公司业绩表现。

【我们认为】一方面, 我们对创新业务子公司长期的盈利能力保持乐观, 公司子公司布局主要聚焦于长期具有高成长性的赛道, 如医疗器械、智能驾驶等, 在产业趋势及外部战略股东的加持下, 短期亏算有望缩小, 长期有望逐步实现盈利。另一方面, 公司创新业务子公司与公司主业有良好的协同作用, 在一定程度上增强了公司在主业上的市场竞争力, 有助于主业的业绩增长。

● 股价上涨的催化因素

- 1) 数字经济建设加速, 带来各行业信息化投入增长超预期;
- 2) 汽车及医疗设备出海业务拓展超预期;
- 3) 创新子公司减亏或实现盈利节奏超预期。

- **风险提示**

创新业务亏损加剧导致公司利润不及预期；新产品、新业务推进不及预期；出海业务受到政策风险影响。

正文目录

1 软件为基，多元业务布局	7
1.1 业务视角：医疗健康+智能汽车+智慧城市+企业互联	7
1.1.1 医疗健康	8
1.1.2 智能汽车	8
1.1.3 智慧城市	10
1.2 组织架构视角：集团公司+子公司构建全产业链生态	11
1.2.1 大健康生态布局：东软集团+东软医疗、熙康、望海	11
1.2.2 汽车智能化布局：东软集团+东软睿驰	12
1.3 营收增长稳健，研发投入持续	13
2 变革新起航：从流程有序到价值创造	15
2.1 海外业务布局：助力中国企业扬帆出海	15
2.1.1 汽车业务出海	15
2.1.2 医疗设备出海	19
2.2 数据价值创造：城市新基础设施构建	21
2.2.1 医疗数据价值化解决方案	22
2.2.2 城市人力资源发展平台	24
2.2.3 城市级智慧养老服务平台	24
3 盈利预测与估值	25
4 风险提示	28

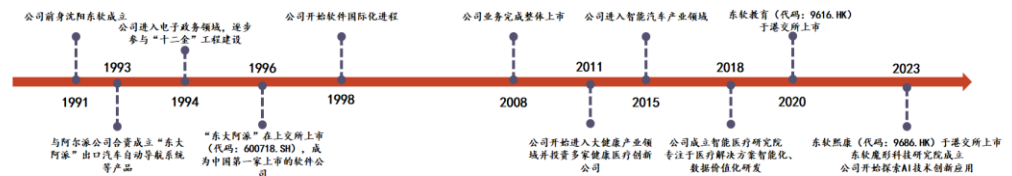
图表目录

图 1: 东软集团发展历程.....	7
图 2: 东软集团医疗健康信息化框架.....	8
图 3: 东软集团智能汽车板块业务布局.....	9
图 4: 东软车路云协同产品线及应用场景.....	9
图 5: 东软车路云一体化整体架构.....	10
图 6: 东软集团智慧城市板块业务布局.....	11
图 7: 东软集团组织架构（仅包含部分重要创新业务子公司，持股比例为截至 2023 年底数据）.....	11
图 8: 东软大健康生态布局.....	12
图 9: 东软智能汽车生态布局.....	13
图 10: 2019-2024Q3 公司营业收入（亿元）及增速（%）.....	13
图 11: 2019-2024Q3 公司归母净利（亿元）及增速（%）.....	14
图 12: 2019-2024Q3 公司毛利率（%）及净利率（%）.....	14
图 13: 2019-2024Q3 公司销售、管理以及研发费用率（%）.....	15
图 14: 2015-2024E 我国新能源汽车销量（万辆）及渗透率（%）.....	16
图 15: 2019-2025E 我国及全球智能座舱渗透率（%）.....	16
图 16: 近年来中国品牌乘用车销量（万台）以及未来预期.....	17
图 17: 2017-2023 年我国历年汽车出口量（万台）及增速（%）.....	17
图 18: NAGIVI 能力优势.....	18
图 19: 东软 OneCoreGo® 5.0 全球车载智能出行解决方案.....	18
图 20: 东软 T-BOX 产品迭代过程及能力优势.....	19
图 21: 2019-2023 年全球医疗器械市场规模（亿美元）以及对应增速（%）.....	20
图 22: 2019-2023 年中国医疗器械市场规模（亿元）以及对应增速（%）.....	20
图 23: 东软医疗主要出海设备.....	21
图 24: 东软集团城市新基础设施构建.....	21
图 25: 2016-2024E 我国数据要素市场规模（单位：亿元）.....	22
图 26: 东软集团医疗数据价值化解决方案.....	23
图 27: 东软 “One-Stop” 一站式智慧医疗解决方案.....	23
图 28: 东软集团 Talent 人力资本管理产品.....	24
图 29: 东软集团城市级智慧养老服务平台.....	25
表 1: 东软集团主营业务拆分及对标.....	7
表 2: 公司 2024-2026 营收预测（单位：百万元）.....	26
表 3: 公司 2024-2026 年三费及费用率预测（单位：百万元）.....	27
表 4: 可比公司估值.....	27
表附录: 三大报表预测值.....	29

1 软件为基，多元业务布局

东软集团（600718.SH）是行业领先的全球化信息技术、产品和解决方案公司，是产业创新变革的推动者和数字化转型的赋能者。东软成立于 1991 年，是中国第一家上市的软件公司。公司以软件技术为核心，业务聚焦智慧城市、医疗健康、智能汽车互联以及软件产品与服务领域。公司面向全球，在日本、欧洲、美国等多个国家和地区设有子公司，形成了面向全球的业务与服务网络，曾多次入选普华永道“全球软件百强企业”，罗兰贝格“全球竞争力中国公司 20 强”，波士顿咨询公司“中国 50 强全球挑战者”等。在国内，公司曾创建中国第一个计算机软件国家工程研发中心，中国第一个软件园以及第一批国家火炬计划软件产业基地等。

图1：东软集团发展历程



资料来源：wind，公司官网，浙商证券研究所

1.1 业务视角：医疗健康+智能汽车+智慧城市+企业互联

东软集团主营业务主要包括医疗健康、智能汽车、智慧城市、企业互联四大业务板块，业务涉及社保、电信、税务、金融、能源电力、教育、交通等行业领域。

表1：东软集团主营业务拆分及对标

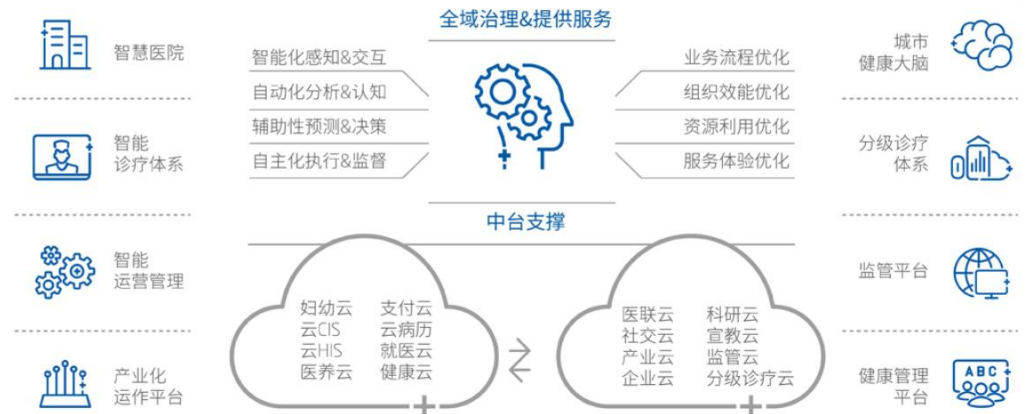
业务板块	主要业务介绍	对标公司
医疗健康	- 智慧医院：业务覆盖 HIS、电子病历、临床、重症等智慧医院多个关键领域 - 智慧卫健：县域医共体解决方案，城市级医疗健康大数据 卫宁健康、创业慧康、平台、医共体信息平台等卫健委深化医改核心业务 嘉和美康、久远银海 - 智慧医保：医保信息系统 - 智慧人社：人社风险评估与智能监管平台	
智能汽车	- 智能座舱：IVI 车载信息娱乐系统、智能座舱域控制器、T-Box/5G Box、全液晶仪表、全球导航解决方案 OneCoreGo、增强现实抬头显示系统 AR-HUD 等 - 车路协同：车路协同解决方案及端到端 C-V2X 车联网产品	德赛西威、中科创达、高新兴
智慧城市	政务大数据管理平台、政务服务平台、政务监管平台、财政预算一体化平台	数字政通、中国软件
企业互联	- 数据中台：数据可视化、AI 数据科学平台 - 软件服务：软件开发服务	中软国际、博彦科技、软通动力

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

1.1.1 医疗健康

在医疗健康及社会保障领域，公司持续推动信息技术与医疗健康深度融合，赋能医疗健康技术商业创新，目前公司已经形成“智慧医院+智慧卫健+智慧医保”的一体化解决方案，在大健康领域解决方案智能化、数据价值化方向取得重要进展。截至2024年6月末，公司智慧医疗业务在全国31个省级行政区实现业务落地，承担30多个省市的全民健康信息化建设，实现以软件赋能医疗全场景的发展阶段。根据IDC数据，公司2023年在中国医保信息系统市场份额为15%，位于行业第一；2022年，公司人社解决方案市场份额稳居行业第一。

图2：东软集团医疗健康信息化框架



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

1.1.2 智能汽车

公司作为“软件定义汽车”时代车企创新的核心合作伙伴和产业变革的赋能者，凭借其三十多年的汽车产业经验，构建出以中国、德国、美国、日本、马来西亚为中心的全球产品研发与交付网络。作为行业领先的Tier1厂商，公司合作的国内外主流汽车厂商超过50家，产品覆盖100多个国家、220多款车型。目前公司联营企业东软睿驰已成为行业领先的基础软件、SOA中间件、自动驾驶和跨域融合车云一体技术产品与服务供应商。根据高工智能汽车研究院的市场数据，公司在乘用车智能座舱（单芯片）域控制器前装市场份额国产厂商占比第一，乘用车前装（国产）车载无线终端（联网功能）一级供应商标配搭载量排名第一，中国市场乘用车C-V2X车端集成方案本土供应商软件能力排名第一。

根据高工智能汽车研究院的市场数据，2024年1-7月我国5G独立T-Box供应商产品市场份额中，东软5G T-Box以26.56%的高市占率排名首位，连续多年蝉联5G T-Box市场第一。

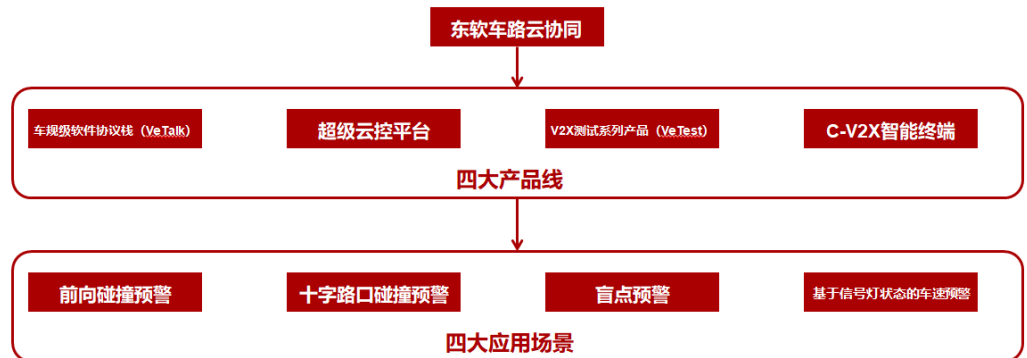
图3：东软集团智能汽车板块业务布局



资料来源：DOIT，浙商证券研究所

东软集团车路云协同解决方案基于 V2X（Vehicle to Everything）通信技术，旨在为整车厂到运营商提供一站式解决方案，包括 1）车规级软件协议栈（VeTalk）；2）超级云控平台；3）V2X 测试系列产品（VeTest）；4）C-V2X 智能终端四大产品线，可用于前向碰撞预警、十字路口碰撞预警以及盲点预警等应用场景。目前，公司 V2X 系列产品已在国内各大主机厂商、智联汽车示范区以及重点交通企业等获得广泛应用。同时已与 Autotalks、宸芯、国汽智联、赛迪等厂商达成战略合作，形成生态合作伙伴 30 家以上，参与 20 家以上产业联盟，覆盖完整智能网联产业链。

图4：东软车路云协同产品线及应用场景



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图5：东软车路云一体化整体架构



资料来源：2024 东软解决方案大会，浙商证券研究所

1.1.3 智慧城市

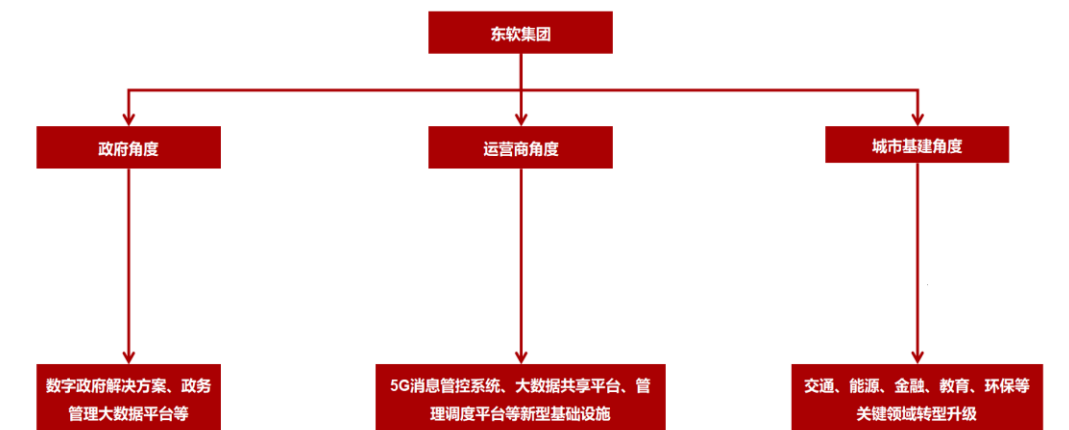
近年来，公司持续推进 AI、大数据等技术与城市管理服务的深度融合，先后参与全国 200 多个中心城市的智慧应用建设，助力城市全域数字化转型。公司主动融入“生态共同体”，同时推进与运营商、金融机构总部及区域的优势互补与协同合作，构造并完善智慧城市业务生态圈。根据赛迪顾问数据，公司连续三年位居数字政府领域市场竞争力领导者象限排名第一。

1) 利用 AI 化+数据价值化，赋能政府数智化转型：公司坚持以“数据要素”为核心，围绕全国一体化政务大数据体系建设，推动数据要素跨部门、跨组织流动，助力政府释放数据价值潜能。根据赛迪顾问数据，公司连续三年位居数字政府领域市场竞争力领导者象限排名第一。公司政务大数据管理平台已参与建设多个国家部委级重点项目，持续推动智慧治理体系的优化完善。2024 年上半年，公司升级推出基于新规范的财政预算一体化平台、发改委“AI+投资管理”新一代智能化解决方案，获得客户高度认可，持续领跑行业。

2) 助力运营商打造“数智底座”，推动行业应用与通信产业融合创新：公司积极融入运营商生态，助力运营商打造以“AI+5G+算力网络+智慧中台”为重点的新型信息基础设施。近年来，公司持续加大包括人工智能等创新技术在通信领域的应用，并取得显著进展。2024 年上半年，公司研发的 5G 消息管控系统应用于中国联通集团、联通在线、中移互联、山东移动；公司“通信级大数据共享平台”应用于中国移动 19 个省公司上网日志集中存储平台项目；公司中标中国移动信息港智能运维二期及 AI 能耗分析项目，是在运营商数据中心 AI 化领域的落地实践。

3) 聚焦城市级新型基础设施建设，持续推进民生领域“数智化”进程：智慧交通领域，公司重点加强 AI、视觉分析等技术的应用，持续深耕西安地铁、沈阳地铁等轨道交通项目；智慧能源领域，公司聚焦国家电网能源互联网营销服务系统项目建设，同时以场景驱动解决方案智能化发展；金融科技领域，公司推进解决方案智能化，发布了金融领域智慧知识库、响应式分析报告等多款产品，2024 年上半年，公司承建人保集团、中国银联、东方资管等金融企业信创集成项目。

图6：东软集团智慧城市板块业务布局

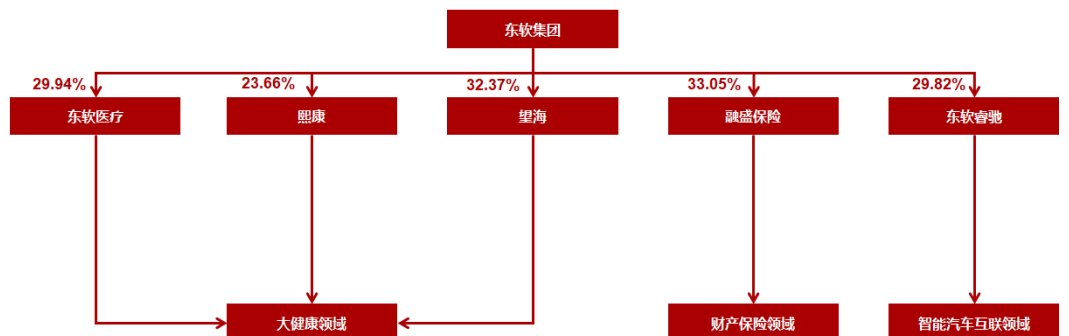


资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.2 组织架构视角：集团公司+子公司构建全产业链生态

除集团公司的四大业务板块之外，公司通过多家子业务公司开展创新业务布局，与集团公司协同发展，在大健康和智能汽车互联领域构建生态联盟。

图7：东软集团组织架构（仅包含部分重要创新业务子公司，持股比例为截至 2023 年底数据）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

1.2.1 大健康生态布局：东软集团+东软医疗、熙康、望海

东软医疗+熙康+望海：构建“大健康”生态布局，医疗业务协同效应显著。

近年来，公司在“大健康”板块布局东软医疗、熙康、望海三家创新业务公司，与公司自有医疗业务协同，形成在“大健康”领域的生态联盟。

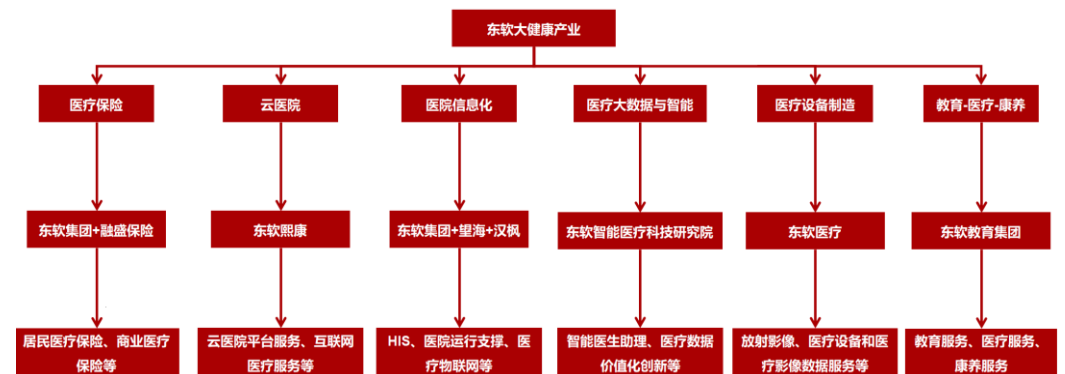
1）东软医疗：国内领先大型医学诊疗设备制造商，是国内医学影像领域产品线较为齐全的少数企业之一。公司以 CT 产品起步，拥有 20 余年的 CT 技术积累，在 CT 领域创造多个“中国自主品牌第一”。截至 2023 年底，东软医疗产品销往全球 110 余个国家和地区，历史装机量超 47,000 台；其 MDaaS 平台解决方案，基于数据共享和技术赋能，已覆盖超 24,000 名医疗机构客户。

2）熙康：成立于 2011 年，是中国数字医疗服务市场引领者，公司拥有云医院平台服务、互联网医疗服务、健康管理服务及智慧医疗健康产品四大业务板块。其中，公司主要

通过云医院网络促进互联网医疗服务的交付，包括：互联网医院服务、智慧家庭服务等。同时公司面向地方政府、医疗机构、保险机构、企业和个人等不同主体，提供数字医疗领域的全周期解决方案。公司于 2014 年建设中国首个城市云医院平台，于 2023 年在港交所上市。截至 2023 年末，公司旗下“浙里护理”平台居家护理服务量超 12 万人次，同比增长 295.6%，新增在线护理咨询服务量超 20 万人次。

3) 望海：公司作为国内最大医院 ERP 软件（HERP）供应商，追求将先进管理理念与 IT 技术相结合，推动中国医院借助精细化手段达到精细化高效运营。公司在医院智慧运营管理等领域具有领先优势，2023 年，望海 ODR/OES 等产品和解决方案持续获得市场认可，已在多家复旦百强榜医院落地应用。

图8：东软大健康生态布局



资料来源：多肽链，浙商证券研究所

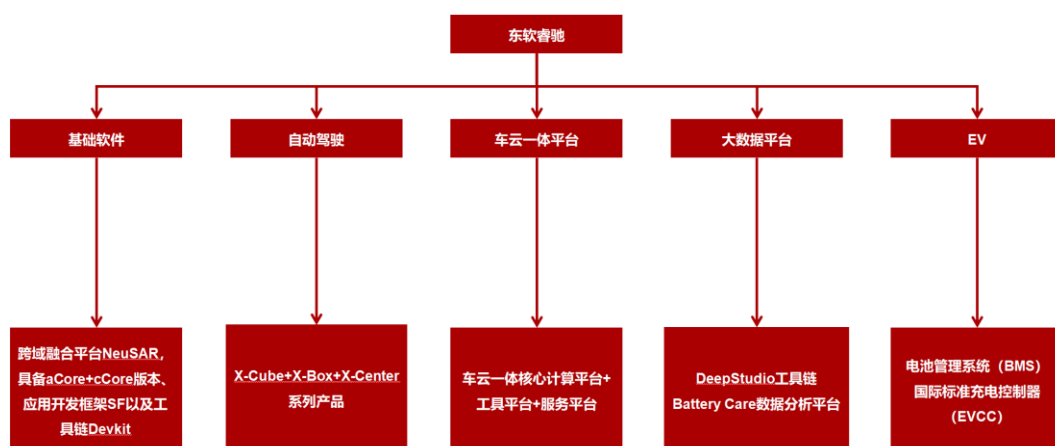
1.2.2 汽车智能化布局：东软集团+东软睿驰

东软睿驰：技术升级+生态扩圈，继续维持领军地位

东软睿驰创立于 2015 年，以软件技术为核心，融合 AI 等关键技术，聚焦自动驾驶、基础软件、操作系统等关键领域，为车企提供卓越的、可迭代升级的核心技术、软硬一体化产品及软件平台产品。2024 年，公司自主研发的汽车操作系统平台 NeuSAR 持续获得市场认可，已在本田、比亚迪等众多车厂得到应用；公司 SDV 全栈软件平台产品与开发工具提供智能化功能体验，不断赋能 AI 技术在汽车行业的应用突破。

在 ADAS 高级辅助驾驶和自动驾驶领域，公司相关技术和产品研发已覆盖 L0 至 L4 级别自动驾驶业务。公司目前已推出 L2 级别行泊一体域控制器、面向 L2+级别的跨域融合行泊一体域控制器多版本 X-Box、L3 级别新一代自动驾驶中央计算平台等众多产品。公司 L2 及 L2+级别自动驾驶产品均已实现规模化量产落地。2024 年上半年，公司持续获得国内外主流车厂的 ADAS 量产订单及多车型的持续定点，同时与岚图汽车、中国移动上海产业研究院等企业新达成合作关系，持续构建更广泛的产业链上下游生态体系。

图9：东软智能汽车生态布局

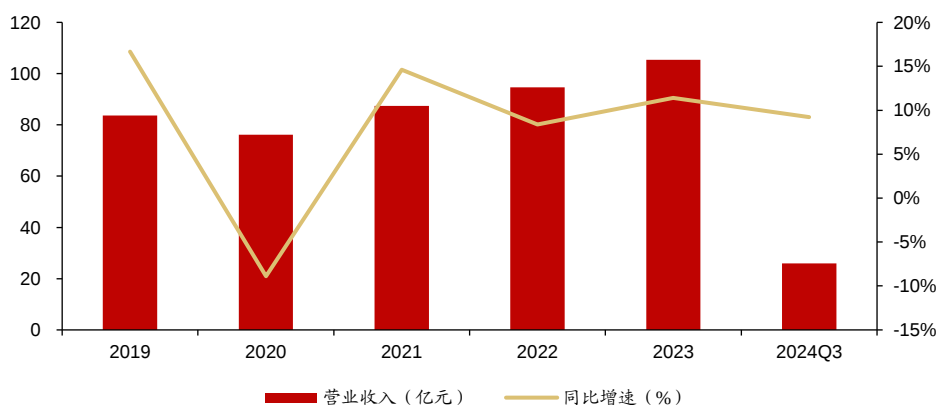


资料来源：东软睿驰官网、浙商证券研究所

1.3 营收增长稳健，研发投入持续

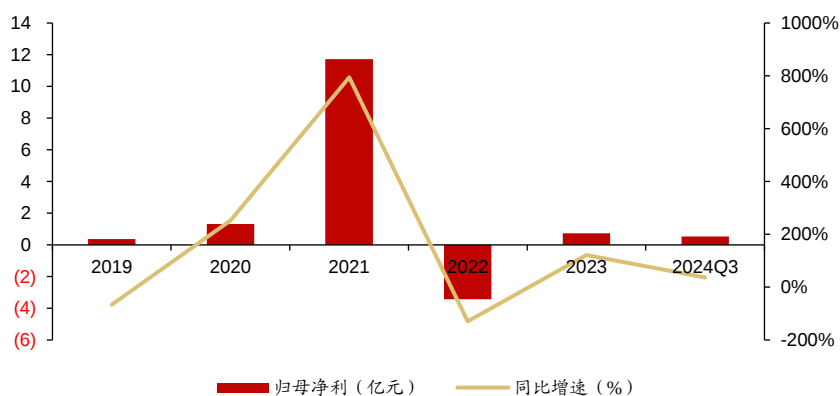
公司营收稳步增长，盈利能力逐渐恢复。2021/22/23 年公司营收分别为 87.35/94.66/105.44 亿元，同比+14.6%/+8.37%/+11.39%，2024Q3 公司营收为 25.91 亿元，同比+9.22%，主要系公司新产品落地、业务规模和新签合同额持续放量所致。2021/22/23 年公司归母净利分别为 11.73/-3.43/0.74 亿元，2024Q3 公司归母净利为 0.54 亿元，同比+36.23%，主要系公司盈利能力改善所致。2021/22/23 年公司毛利率分别为 26.16%/20.78%/24.2%，同比-0.05pct/-5.38pct/+3.42pct，净利率分别为 11.81%/-3.66%/0.67%，同比+12.03pct/-15.47pct/+4.33pct，2024Q3 公司毛利率为 28.15%，同比-0.72pct，净利率为 2.06%，公司智能化和数据价值化解决方案战略取得显著成效。

图10：2019-2024Q3 公司营业收入（亿元）及增速（%）



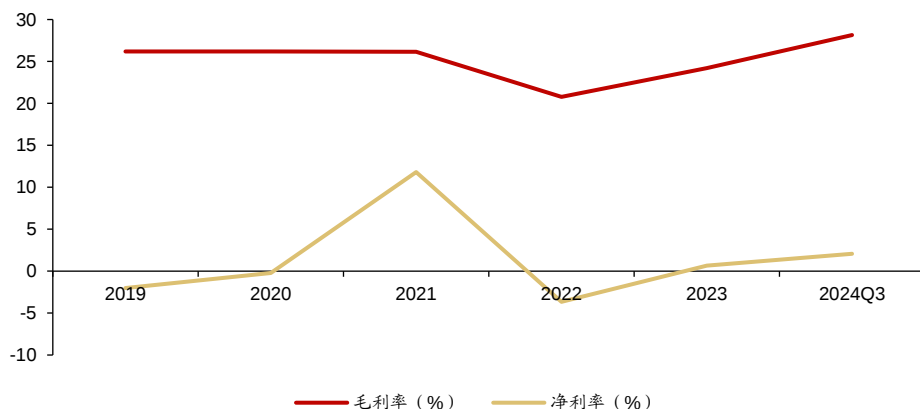
资料来源：wind，浙商证券研究所

图11: 2019-2024Q3 公司归母净利(亿元)及增速(%)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

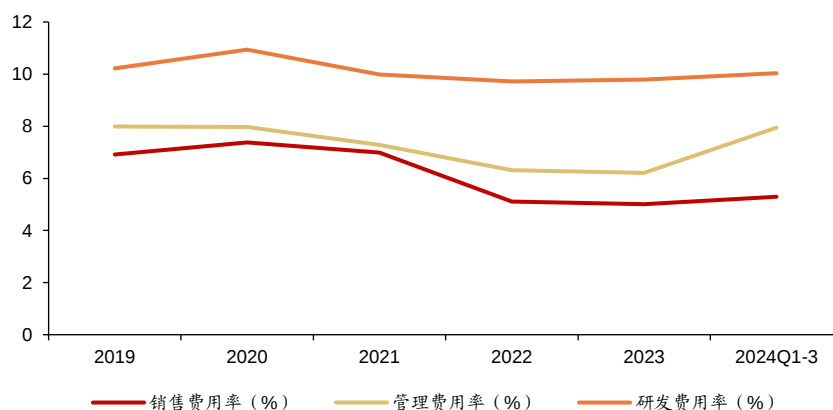
图12: 2019-2024Q3 公司毛利率(%)及净利率(%)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

公司研发投入保持稳定，期间费用率呈降低趋势。公司 2021/22/23 年销售费用率分别为 6.99%/5.11%/5.01%，同比-0.39pct/-1.88pct/-0.1pct，**2024Q1-3 公司销售费用率为 5.3%，同比-0.53pct**。公司 2021/22/23 年管理费用率分别为 7.29%/6.31%/6.21%，同比-0.68pct/-0.98pct/-0.1pct，**2024Q1-3 公司管理费用率为 7.95%，同比+0.69pct**。公司 2021/22/23 年研发费用率为 9.99%/9.72%/9.79%，同比-0.95pct/-0.27pct/+0.07pct，**2024Q1-3 公司研发费用率为 10.04%，同比-0.86pct**。

图13: 2019-2024Q3 公司销售、管理以及研发费用率(%)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

2 变革新起航: 从流程有序到价值创造

东软集团自 2023 年下半年开始迈入变革新阶段, 致力于从解决方案到生态体系的转型与升级, 开启以“主营业务高增长、经营高质量、行业高影响力”为目标的重大变革。通过提升人员生产效率, 推动解决方案智能化、数据价值化、服务化、生态化, 持续提升公司在市场上的竞争力。根据公司 2024 年股票期权激励计划, 公司 2024-2026 年业绩考核目标分别为主营业务净利润不低于 4.2、5.0、6.0 亿元。

2.1 海外业务布局: 助力中国企业扬帆出海

2.1.1 汽车业务出海

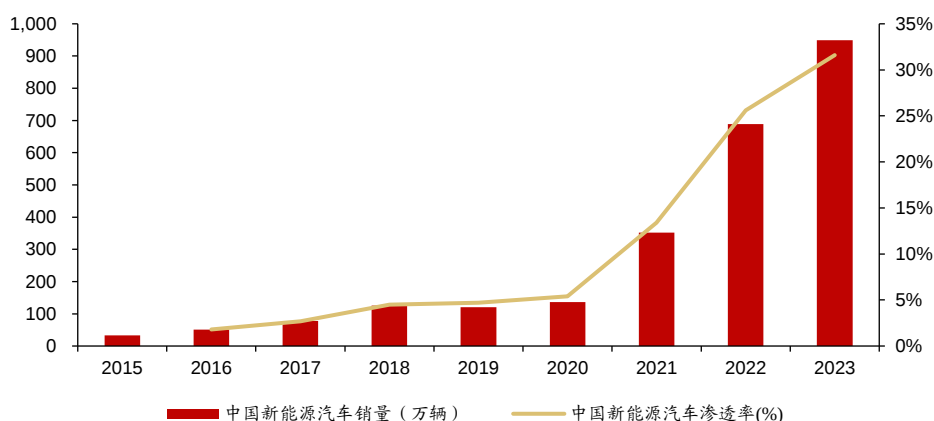
我国汽车产业电动化、智能化转型趋势明显, 对主机厂控本要求更为严苛。

1) **电动化趋势:** 我国新能源汽车销量迅速增长, 渗透率稳步提升。2021/22/23 年中国新能源汽车销量分别为 352.1/688.7/949.5 万辆, 同比增长 157.57%/95.60%/37.87%, 中国汽车工业协会预计 2024 年销量达到 1150 万辆, 同比增长 21.12%。2021/22/23 我国新能源渗透率分别为 13.4%/25.6%/31.6%, 同比增长 8.0pct/12.2pct/6.0pct, 中国汽车工业协会预计 2024 年渗透率达到 37.1%。

2) **智能化趋势:** 我国智能座舱渗透率高于全球, 且持续上升, 未来 L2+/L2++ 车型将成为市场主流。2021/22/23 年我国智能座舱渗透率 53%/60%/66%, 均高于同期全球渗透率 49%/52%/55%, 麦肯锡预计 2025 年全球智能座舱渗透率将达 59%, 中国将达 76%, 显著领先全球市场。未来 L2+ 车型将成为主流智驾解决方案, 据 2024 东软解决方案大会信息, 预计 2030 年在我国新车渗透率将达 30%, L2++/L3 也将加速渗透, 作为部分新车的核心卖点。

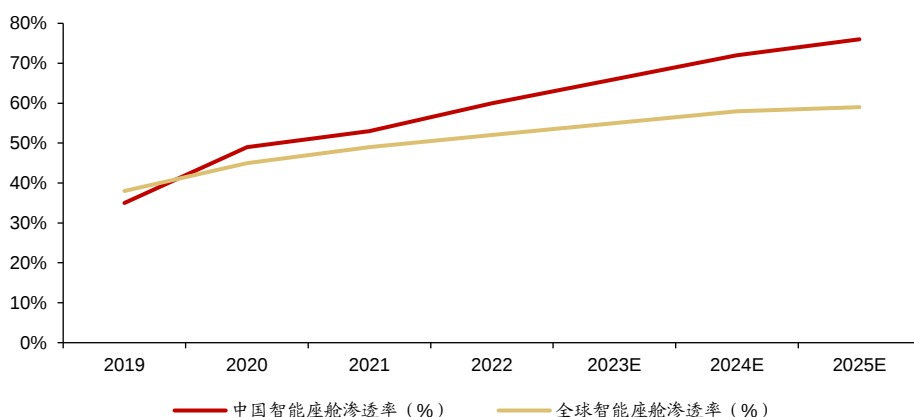
3) **产业链影响:** 智驾技术普惠趋势下, 主机厂控本压力更大。L2+ 正成为 15 万以上车型标配, 智驾已不再是高端车型专属, 正逐步走向大众化趋势。随搭载高阶智驾的整车价格不断下探, 主机厂成本压力不断增加, 将更倾向于选择更具性价比的智驾方案, 对智驾系统供应商要求不断提高。

图14: 2015-2024E 我国新能源汽车销量（万辆）及渗透率（%）



资料来源：2024 东软解决方案大会，浙商证券研究所

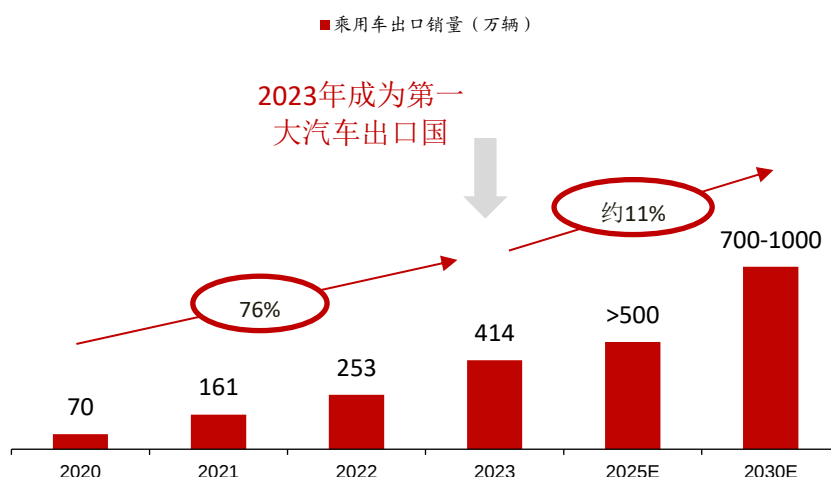
图15: 2019-2025E 我国及全球智能座舱渗透率（%）



资料来源：2024 东软解决方案大会，浙商证券研究所

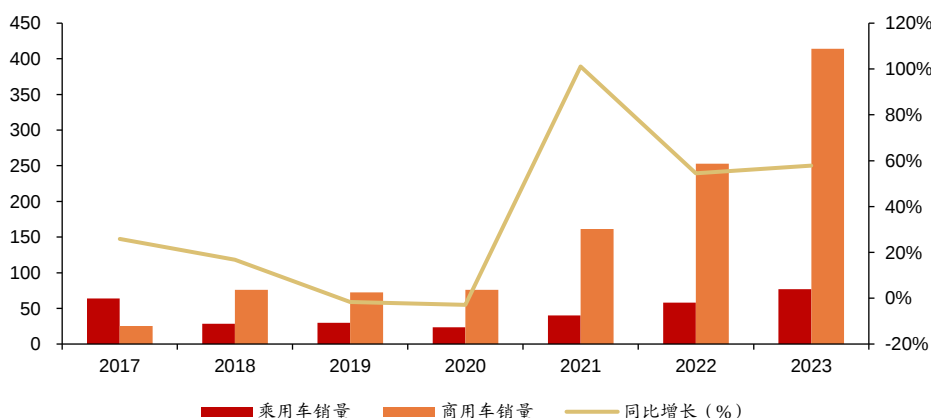
中国汽车出海规模领先，本土车厂引领“品牌向上”新潮流。2020 年中国品牌乘用车销量为 76 万辆；2023 年达到 414 万辆，同比增长 57.9%，累计 CAGR 高达 76%，超越日本成为全球第一大汽车出口国，其中新能源汽车出口 173 万辆，同比增长 55%；根据罗兰贝格数据，预计 2030 年出口销量将高达 700-1000 万辆，未来预计仍将稳步增长。我国新能源汽车产销量领先全球，2023 年新能源汽车产销量分别为 958.7 万辆和 949.5 万辆，同比分别增长 35.8%和 37.9%，新能源渗透率达 31.6%。

图16: 近年来中国品牌乘用车销量(万台)以及未来预期



资料来源: 2024 东软解决方案大会、罗兰贝格、浙商证券研究所

图17: 2017-2023 年我国历年汽车出口量(万台)及增速(%)



资料来源: 2024 东软解决方案大会, 浙商证券研究所

出海背景下, 公司加强技术迭代和产品创新, 汽车出海业务迎来高速增长。2023 年, 公司汽车出海业务年内新增定点金额约为上年同期 3 倍; 2024 年上半年, 公司新增出海定点金额同比继续快速增长, 增速约 70%。

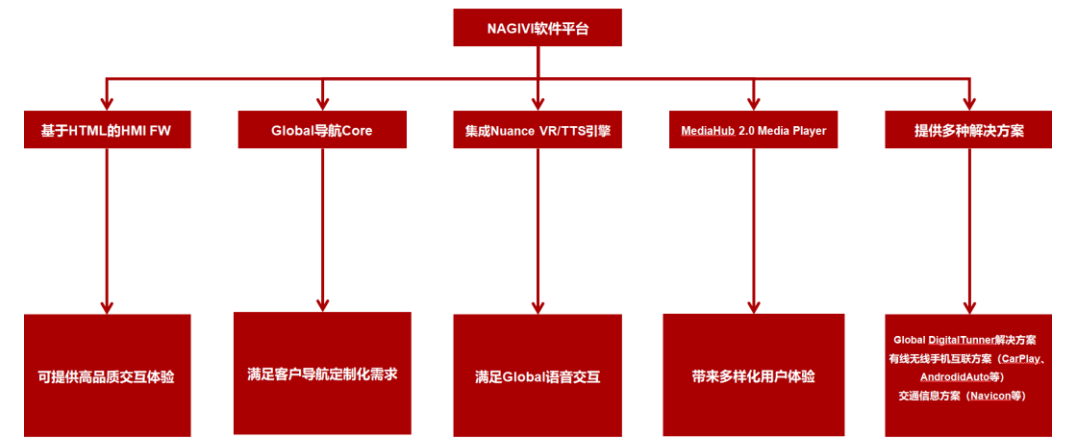
公司目前主要出海产品包括:

1) 智能座舱: 高阶智能座舱域控平台+NAGIVI 座舱软件产品

公司高阶智能座舱域控平台在量产方面实现了高效率、低成本, 在乘用车智能座舱(单芯片)域控制器前装市场份额国产厂商占比第一。东软智能座舱域控制器采用高通、芯擎、芯驰等国内外先进车规级芯片, 基于先进的软硬件架构设计保证智能座舱算力、配置领先, 实现娱乐、安全、功能、硬件全面升级, 致力于打造舱内智慧交互中心。面向 SOA 架构, 基于自主研发的 SOA 中间件, 东软智能座舱域控制器采用模块化设计开发与高通第三代平台 8155 完美结合, 率先实现产品平台化, 2022 年量产, 陆续装载于长城、恒驰、奇瑞、红旗等多款车型。

公司全球 IVI 软件产品 NAGIVI，采用跨硬件平台设计，支持高通、MTK、TI 等主流 SoC，同时适配多种硬件，可支持多种互联方案和多类交通信息方案，软件集成灵活，可满足客户定制化需求。NAGIVI 作为面向全球 OEM/Tier1 的 IVI 通用软件平台，可满足 Global OEM 性能和安全要求，目前已广泛覆盖 Global IVI 的 100% 功能。

图18: NAGIVI 能力优势

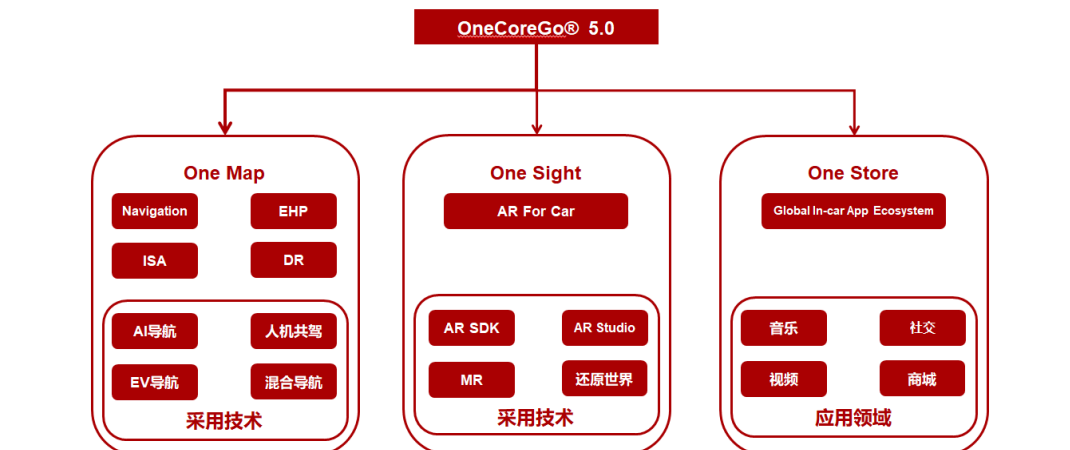


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

2) 车载导航: OneCoreGo® 5.0

东软集团全球车载智能出行解决方案 OneCoreGo® 5.0，通过 One Map、One Sight 和 One Store 三部分赋能中国车厂出海，分别围绕导航族群、AR For Car 和全球车载生态为全球汽车用户带去智能化出行体验。1) **One Map:** 集成全球导航 Global Navigation)、电子地平线 (EHP)、智能速度辅助 (ISA) 和惯导 (DR) 四大核心产品的地图平台，采用 AI 智能、沉浸世界以及车路协同技术，可灵活满足全球用户多场景出行需求；2) **One Sight:** 公司作为国标制定团队唯一软件供应商，其 AR For Car 产品采用 AR Studio、混合现实以及路影领航技术，支持软硬分离的解决方案，通过“AR Studio 设计者平台 + AR SDK 开发者平台”的产品组合，为客户提供构建车载 AR 应用的完整工具链；3) **One Store:** 东软全球车载生态 (Global In-car App Ecosystem) 集成全球优质内容服务，以智能座舱为核心载体，深度融合全球优质内容服务商资源，同时覆盖音视频娱乐、社交互动、实时导航、常用工具等诸多领域，旨在为用户带来丰富的智能座舱车载生态应用体验。

图19: 东软 OneCoreGo® 5.0 全球车载智能出行解决方案

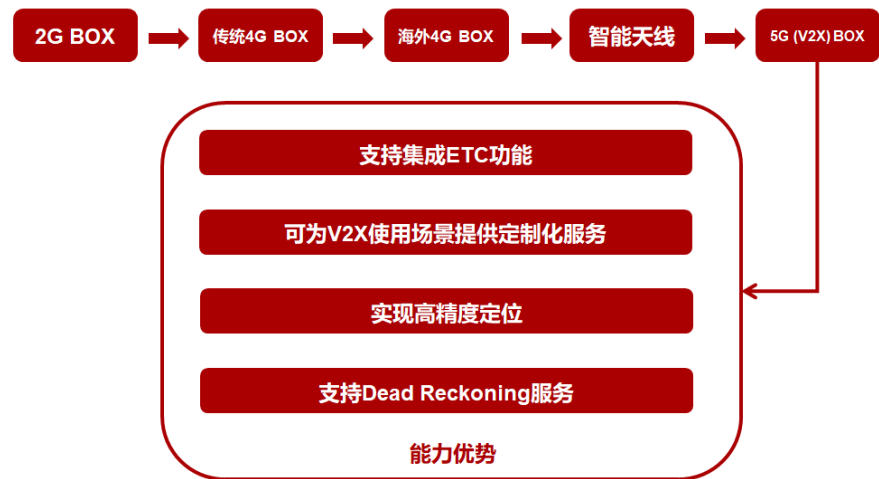


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

3) 智能通讯: T-BOX 系列

汽车智能通讯领域上,公司面向全球市场进行研发布局。目前公司 T-BOX 产品已实现 5 代产品迭代(2G BOX/传统 4G BOX/海外 4G TBOX/智能天线/5G(V2X) BOX),已与全球 20+知名汽车厂商合作超过 100 款车型。公司最新一代 5G V2X BOX 产品,基于东软自主研发的 V2X 协议栈(VeTalk)率先推出,已填补国内外 5G 市场空缺,可支持 V2X 国标 16 种应用场景,可在保证驾驶安全性基础上实现通行效率提升。5G V2X Box 产品具备以下优势:1)支持集成 ETC 功能;2)可提供 V2X 使用场景的定制化服务;3)可实现高精度定位;4)支持 Dead Reckoning 服务。

图20: 东软 T-BOX 产品迭代过程及能力优势



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

公司作为面向全球的 Tier 1 厂商,汽车出海业务持续快速增长。2023 年出海业务新增定点金额为上年同期 3 倍,2024 年上半年新增定点金额同比增长 70%,整体出货量增长超 50%,其中 Nagivi 座舱域软件产品出货量增长约 150%。公司为多家车厂的海外车型开发全球座舱域平台,已成为面向中国车厂出海客户最多的供应商之一,目前已助力 smart、极氪、长城等多家客户顺利通过 ISA 认证并实现相关车型量产上市,同时承接宝马 T-Box 等海外车厂项目。2024 年上半年,东软推出 OneCoreGo®全球车载智能出行解决方案 5.0,建立起“One Map + One Sight + One Store”三大产品体系。目前公司全球导航产品已在全球 100 多个国家实现量产,同时 OneCoreGo 5.0 导航族群产品新增获得国内某知名汽车厂商定点,单笔金额最高超过 21 亿元,同时为埃安、零跑、集度等多个新势力车厂供货。

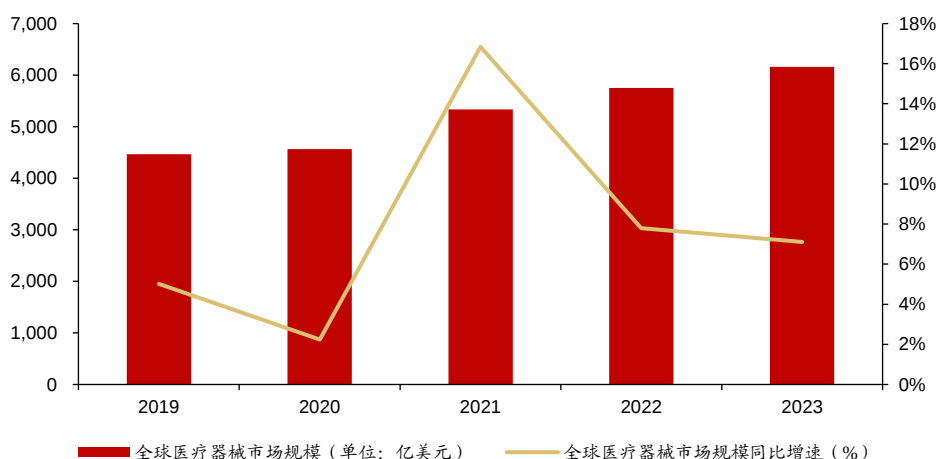
2.1.2 医疗设备出海

东软医疗获通用集团战略投资,有望加速跨越式发展。2024 年 7 月,通用技术集团所属资本公司联合中国国有企业混合所有制改革基金有限公司与东软医疗签署投资协议,战略投资东软医疗并成为第一大股东。通用技术集团聚焦先进制造与技术服务、医药医疗健康、贸易与工程服务三大主业,目前拥有医疗机构超过 400 家,分布于全国 27 个省市,是国内床位数量领先、网络覆盖全、全产业链特征明显的央企医疗集团;东软医疗由东软集团于 1998 年投资建立,并首次成功实现国产 CT 机市场化生产,在成立 20 多年期间,东软医疗依靠自主研发陆续推出中国第一台 1.5T 超导磁共振等创新成果,为我国高端医疗设备领域关键核心技术实现自主可控做出卓越贡献,目前已成为中国最大的 CT 制造商和出口

商。此次战略合作标志通用技术集团进入大型数字化医疗设备研发制造领域，未来二者将在高端医学影像设备智能化、高端化和全球化发展领域展开密切合作，赋能国产大型医疗设备产业快速提升。

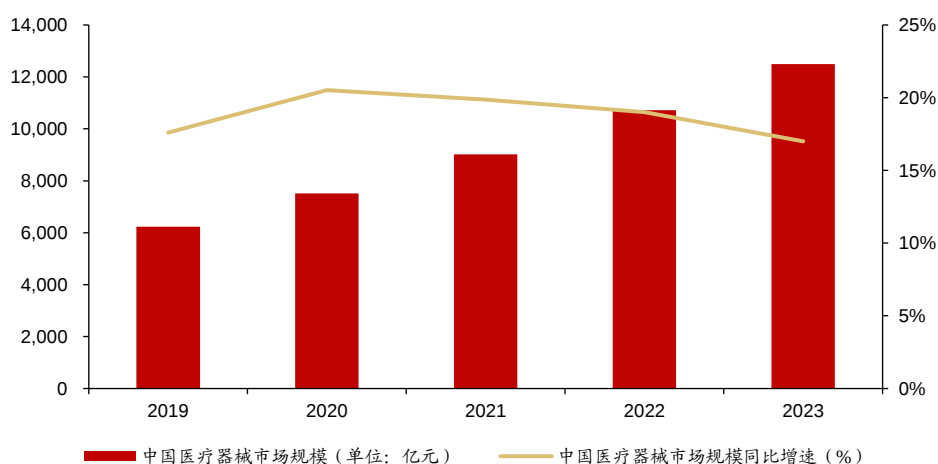
全球医疗器械市场持续扩容，我国医疗器械出海空间广阔。伴随全球经济水平提升以及居民医疗保健意识不断增强，叠加全球人口老龄化趋势持续加速，近年来全球范围内居民对医疗保健需求大幅增长，医疗支出逐年递增，据公开信息统计，2019/2020/2021 年全球医疗器械市场规模分别为 5335/5751/6160 亿美元，同比增长 16.84%/7.80%/7.11%；2021/2022/2023 年我国医疗器械市场规模分别为 9011.47/10723.65/12500 亿元，同比增长 19.87%/19%/17%，迎来高速增长。

图21： 2019-2023 年全球医疗器械市场规模（亿美元）以及对应增速（%）



资料来源：沙利文，中物联医疗器械供应链分会，浙商证券研究所

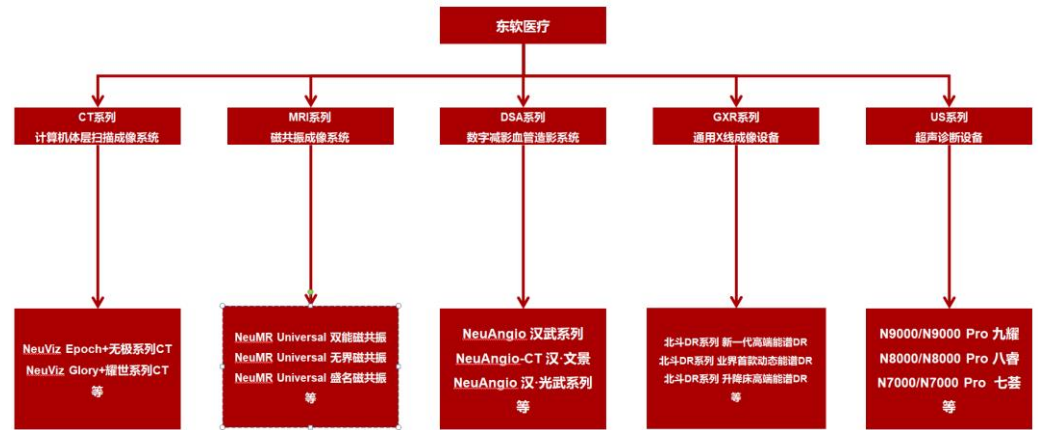
图22： 2019-2023 年中国医疗器械市场规模（亿元）以及对应增速（%）



资料来源：物联医疗器械供应链分会，浙商证券研究所

东软医疗作为国内领先的大型医学诊疗设备制造商，是国内医学影像领域产品线较为齐全的少数企业之一。目前公司出海医疗设备主要包括：1）CT 系列计算机断层扫描成像系统；2）MRI 系列磁共振成像系统；3）DSA 系列数字减影血管造影系统；4）GXR 系列通用 X 线成像设备；5）US 系列超声诊断设备；6）PET/CT 系列核医学成像设备等。

图23：东软医疗主要出海设备



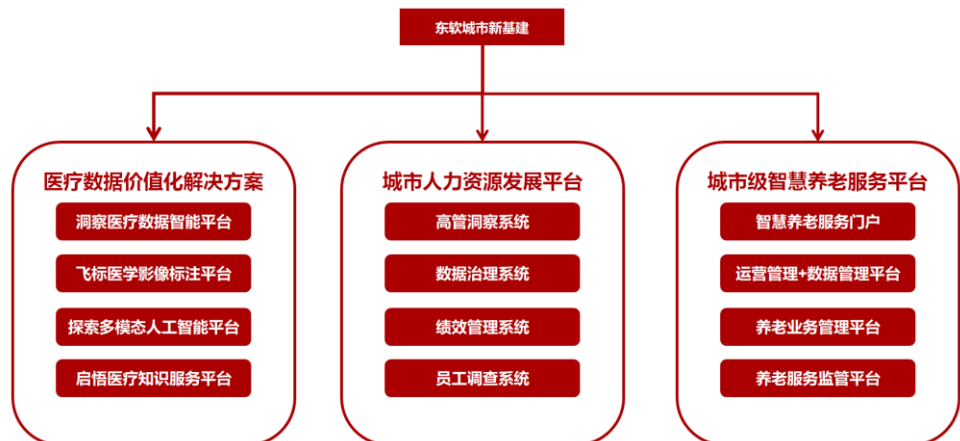
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

东软医疗出海业务成绩卓越，位居行业前列。2023 年，公司推出全球首台 0.235 秒超高端 CT、业界首创双能 3.0T 磁共振、业界首款动态能谱 DR 等 10 余款高端数智化诊疗设备和软件，入选“2023 年国家技术创新示范企业名单”，历史装机量超 47000 台；2024 年上半年，公司推出高端全数字化 PET/CT 等多款高端数智化诊疗设备和软件，并持续升级 X 射线计算机断层摄影设备、医用血管造影 X 射线机、数字化乳腺 X 射线摄影系统等产品。截止 2024 年上半年，公司产品销往全球 110 余个国家和地区，历史装机量超 49000 台。

2.2 数据价值创造：城市新基础设施构建

随着技术的不断迭代和应用普及，计算能力和网络愈加强大，数据和算法不断丰富，应用场景持续进化，人类社会正从信息化、数字化阶段进入到智能化与数据价值化时代。根据公司董事长刘积仁博士在公开活动上的分享，“过去以支持流程有序为追求的精准信息化投资开始走向平缓，以生存和发展为目标的价值创造时代已然开始”。在智能化趋势下，公司致力于为城市构建新基础设施，挖掘、聚合、展现城市资源，以数据驱动发展。

图24：东软集团城市新基础设施构建



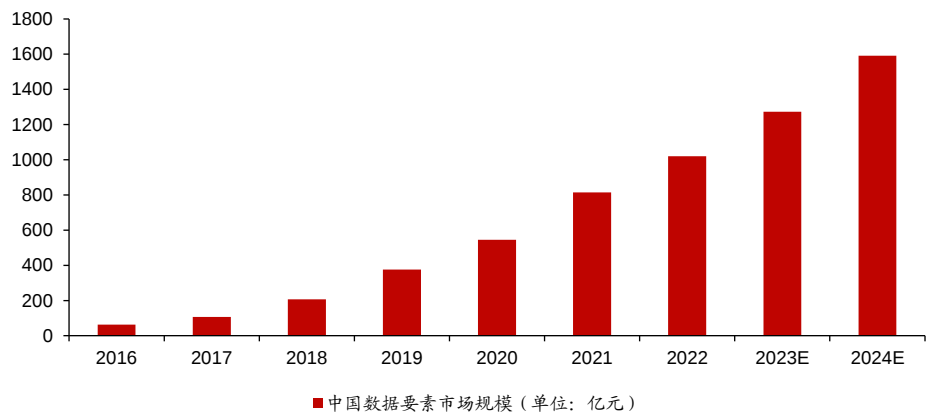
资料来源：公司官网，东软集团公众号，浙商证券研究所

数据要素，指满足以下条件的数据资源：1）可以参与社会生产经营活动当中；2）能够为使用者或所有者带来经济效益；3）以电子方式进行记录，是数字经济时代最为重要的生产要素之一。

近年来，我国出台多项政策文件并成立相关机构，高度重视培育数据要素市场。1）**政策发布上**，2020 年将数据定义为与劳动、资本、土地、技术并列的第五大生产要素。2022 年由国家发改委牵头制定了“数据二十条”，聚焦数据产权、流通交易、收益分配、安全治理四大重点方向，初步搭建我国数据基础制度体系。2024 年上半年由国家数据局牵头颁布了《“数据要素×”三年行动计划（2024—2026 年）》，将数据要素同传统产业和传统应用场景进行融合，充分发挥数据要素的放大、叠加、倍增作用，构建以数据为关键要素的数字经济；2）**机构设置上**，我国成立国家数据局，主要职能为构建完善的数据基础制度体系，以优化数据资源的配置和提升应用效率。同时各地方纷纷成立相应数据管理机构和数据交易所，据 CMF 统计，自 2014 年以来，全国各地已陆续成立几十个数据交易机构。

我国数据要素流通市场活跃度显著提升，总体规模呈上升趋势。据公开数据统计，2021/22/23 年我国数据要素市场规模分别为 815/1019/1273 亿元，同比增长 49.54%/25.03%/24.93%；CMF 预计 2024 年市场规模可达 1592 亿元，相较于 2019 年，5 年累计 CAGR 为 33.53%。

图25： 2016-2024E 我国数据要素市场规模（单位：亿元）



资料来源：中国宏观经济论坛，浙商证券研究所

2.2.1 医疗数据价值化解决方案

公司深耕医疗数据要素市场，推出医疗数据价值化解决方案。公司医疗数据价值化解决方案针对医疗数据利用难、新一代人工智能技术在医疗领域应用门槛高等难题，提供医疗大数据智能基础设施软件，包括洞察医疗数据智能平台、飞标医学影像标注平台、探索多模态人工智能平台、启悟医疗知识服务平台，支撑多模态医疗数据驱动的医疗科研创新工作的开展，探索健康医疗新方法，数字化、工程化的研究成果将通过“三位一体”智慧医院建设、区域均衡布局医院网络以及医疗设备捆绑，旨在融合医学和数字科技，实现医疗数据要素价值化，赋能数据驱动的科研创新，规模化实现成果转化。

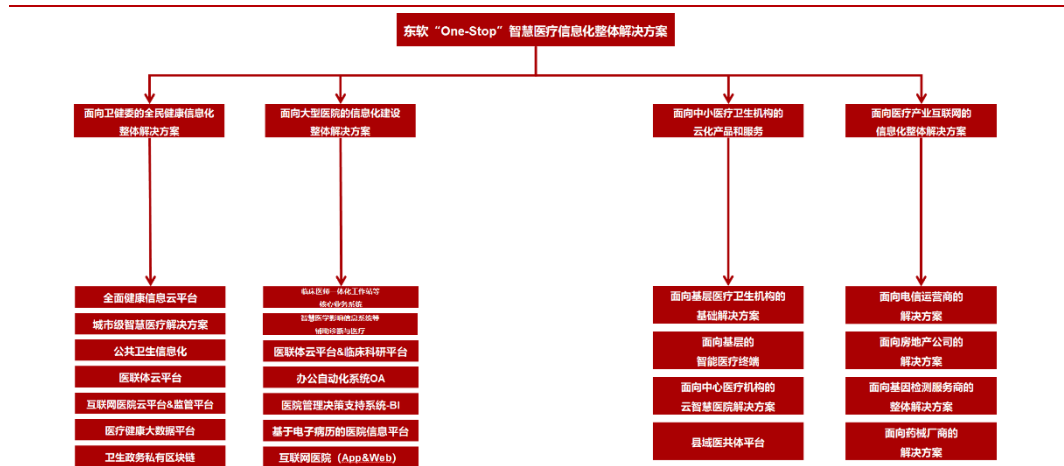
图26：东软集团医疗数据价值化解决方案



资料来源：2024 年东软解决方案大会，浙商证券研究所

东软“**One-Stop**”一站式智慧医疗解决方案，赋能客户打造云智时代数字化转型核心能力。公司坚持以客户为中心的整体理念，基于核心产品，并融合第三方生态伙伴的产品与技术服务，为客户提供灵活配置的，可覆盖信息化建设全生命周期+全领域+全栈的一站式（**One-Stop**）整体解决方案。具体包括：1）面向卫健委的全民健康信息化整体解决方案：公司凭借在国家-省-市-区县四级平台的多年建设经验和创新实践，从惠民、惠医、惠政、惠业四个方面为卫健委等客户提供互联互通、全业务融合、一站式的卫生健康现代化治理信息服务，全面赋能辖区卫生健康事业发展；2）面向大型医院的信息化建设整体解决方案：公司融合云大物移智（云计算、大数据、物联网、移动应用和人工智能）等前沿信息技术和架构思想，为医院提供智慧医院信息化建设一站式整体解决方案，包含客户关系管理、医院核心业务等方面，助力医院实现 IT 战略；3）面向中小医疗卫生机构的云化产品和服务：基于云化的、针对医院信息化可持续发展的核心业务平台，可在云端提供一整套的产品生态建设和服务，包括面向基层医疗机构的基础解决方案和智能医疗终端、面向中心医疗机构的云智慧医院解决方案以及县域医共体云平台；4）面向医疗产业互联网的信息化整体解决方案：面向电信运营商、房地产公司以及药械厂商等医疗产业公司提供医疗产业互联网解决方案和服务，旨在帮助生态企业向医疗产业互联网延伸，赋能数字化转型，拓展其传统业务外的新市场空间，从而提升客户企业竞争力并实现新的业务增长。

图27：东软“**One-Stop**”一站式智慧医疗解决方案



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

2.2.2 城市人力资源发展平台

在智慧城市领域，公司以解决城市经济发展中人力资源的结构性矛盾为突破口，推出城市人力资源发展平台。目前，公司城市人力资源发展平台已构建了区域灵活用工和劳务品牌数智服务等多个应用场景，提供了包括个性化标签画像、电子上门证、高效薪酬结算、智能信息匹配以及劳务品牌评定指标体系等的多元化服务，旨在推动人才的高质量充分就业，引领城市经济向更加繁荣的新阶段稳步迈进。

公司 TalentBase 数智人力资本管理产品基于人工智能大模型，融合 LLM 与 RPA 等前沿技术，打造出一个集自动化、智能化、实时化于一体的人才管理平台，助力多组织、多业务的集团化企业积极打造人力资本管理的数智化体系，优化企业标准框架与核心人事业务流程，实现人才的智能筛选与精准培养，赋能企业成功构建新质生产力下的人才管理新范式，以实现人才管理的全面升级。

图28：东软集团 Talent 人力资本管理产品

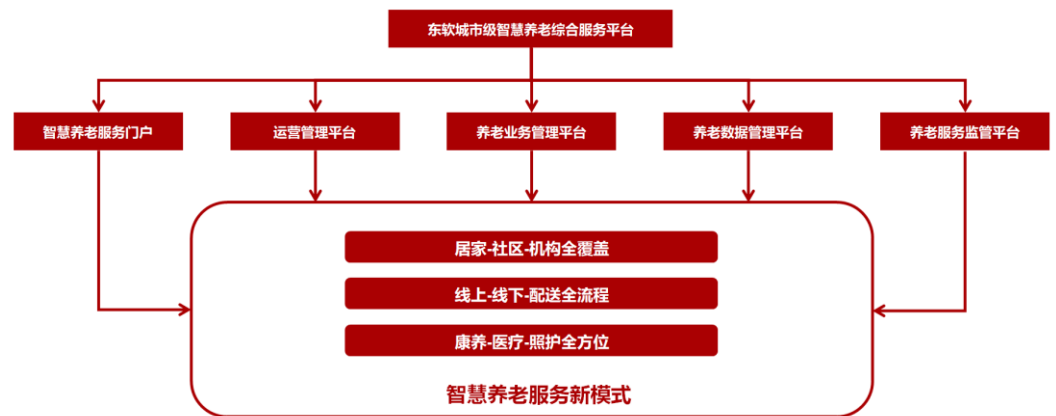


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

2.2.3 城市级智慧养老服务平台

为有效应对城市人口老龄化挑战，促进银发经济发展，公司推出城市级智慧养老服务平台。该平台由智慧养老服务门户、运营管理平台、养老业务管理平台、养老数据管理平台和养老服务监管平台等五部分构成，将为城市构建“政府牵引、平台支撑、产业驱动、生态协同”为一体的智慧养老综合服务体系，为老人创造从防老开始的教育-医疗-养老-照护-康旅全方位、居家-社区-机构全覆盖、线上-线下-配送全流程的养老服务新模式。

图29：东软集团城市级智慧养老服务平台



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

3 盈利预测与估值

我们分别从四个业务板块对公司的营收进行预测：

- 1) **医疗健康及社会保障**：2024 年以来，医疗、医保信息化领域发布多项重磅政策，医疗、医保信息化行业有望在政策推动、需求提升及技术迭代等多维度的驱动下，迈入全新发展阶段。公司在医疗健康连续多年在医保信息系统领域、人社 IT 解决方案等领域保持市场份额第一。2024 年上半年，公司将县域医共体、公立医院高质量改革、医疗健康数据价值化、城市就业公共服务能力提升作为公司医疗健康领域业务的战略重点，提升业务发展动能，未来有望伴随县域医共体、医保信息化、医疗大数据开发利用、DRG/DIP 新分组切换等方向的信息化建设工作实现持续增长。考虑到医疗信息化建设需求且公司在医疗信息化领域市场地位领先，连续多年在医保信息系统领域、人社 IT 解决方案等领域保持市场份额第一，2024 年上半年新签 10 余个覆盖“智慧医院”关键领域的千万级项目，**我们预计公司医疗健康及社会保障板块营收 2024-2026 年分别同比增长 8%、12%、15%。**
- 2) **智能汽车互联**：一方面，中国汽车市场智能化趋势发展强劲、驱动汽车出口保持强劲增长。根据高工智能汽车研究院数据，2024 年上半年，中国市场乘用车前装智能座舱搭载率已突破 70%。同时根据汽车工业协会数据，2024 年上半年，我国汽车出口 279.3 万辆，同比增长 30.5%。另一方面，2024 年 6 月工信部等五部门联合发布《关于智能网联汽车“车路云一体化”应用试点城市名单的通知》，公布了 20 个应用试点城市名单，推进智能网联汽车产业链上下游企业积极参与“车路云一体化”建设。考虑到公司与众多国内外车厂保持深度合作，持续获得比亚迪、吉利、长安、奇瑞、零跑、一汽、长城等国内主流车厂的定点订单，2024 年上半年整体出货量同比增长超过 25%，**我们预计在政策与产业的共同推动下，公司智能汽车互联业务营收 2024-2026 年分别同比增长 15%、20%、23%。**
- 3) **智慧城市**：数字化转型有望成为未来智慧城市发展的主要驱动力，公司持续推进 AI、大数据等技术与城市管理服务的深度融合。一方面，公司以 AI 化、数据价值化为抓手，助力政府释放数据价值潜能和数字政府转型升级；另一方面，公司聚焦城市级新型基础设施建设，支撑城市在交通、能源、金融、教育、环保等关键

民生领域的智能化，加速行业数据价值化应用进程。考虑到地方政府化债工作的推进，有望改善政府财政预算，而公司先后参与全国 200 多个中心城市的智慧应用建设，与多省市的大数据集团达成战略合作，**我们预计公司智慧城市板块 2024-2026 年分别同比增长 5%、10%、10%**

- 4) **企业互联**：根据国家工信部数据，2023 年全国软件和信息技术服务业累计完成软件业务收入 123,258 亿元，同比增长 13.4%，增速较 2022 年同期提高 2.2 个百分点。随着 AI、数字人、虚拟现实等新兴技术的逐步应用，“软件定义”作为新一轮科技革命和产业变革的新特征和新标志，已成为数字经济发展中的决定性因素之一。公司持续构建全球交付能力和数字化服务能力，通过自动化和 AI 工具持续扩大领先优势，成为中企出海和在海外企首选服务供应商之一。考虑到 2024 年上半年公司中企出海业务规模实现近翻倍增长，新增部署印尼、马来西亚、越南、泰国 4 个站点，拓展了东南亚最大的电商平台等客户，**我们预计公司企业互联板块 2024-2026 年分别同比增长 10%、10%、10%。**

表2：公司 2024-2026 营收预测（单位：百万元）

收入(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	主要驱动因素
营业收入	9,465.80	10,543.67	11,661.25	13,333.25	15,524.62	
yoy	8%	11%	11%	14%	16%	
医疗健康及社会保障	1,982.02	2,571.40	2,777.11	3,110.37	3,576.92	医疗、医保信息化政策推动、需求提升及技术迭代+数据要素
yoy	29%	30%	8%	12%	15%	
智能汽车互联	3,580.84	3,915.96	4,503.35	5,404.02	6,646.95	汽车出海+车路云建设
yoy	5%	9%	15%	20%	23%	
智慧城市	1,663.20	1,623.15	1,704.31	1,874.74	2,062.21	数据要素+城市新基建
yoy	-5%	-2%	5%	10%	10%	
企业互联及其他	2,239.74	2,433.16	2,676.48	2,944.12	3,238.54	AI 产业变革以及自动化工具赋能
yoy	10%	9%	10%	10%	10%	

资料来源：wind，浙商证券研究所

费用层面，我们预计随着公司的营收持续增长，公司三费费率有望进一步下降，释放利润弹性。

表3: 公司 2024-2026 年三费及费用率预测 (单位: 百万元)

	2023	2024E	2025E	2026E
三费合计	2215.74	2343.87	2561.91	2928.72
三费合计/营业收入	21.0%	20.1%	19.2%	18.9%
yoy	10.7%	5.8%	9.3%	14.3%
销售费用	528.25	544.70	582.83	652.77
销售费用/营业收入	5.0%	4.7%	4.4%	4.2%
yoy		3.1%	7.0%	12.0%
管理费用	655.02	757.90	833.69	958.74
管理费用/营业收入	6.2%	6.5%	6.3%	6.2%
yoy		15.7%	10.0%	15.0%
研发费用	1032.47	1041.27	1145.40	1317.20
研发费用/营业收入	9.8%	8.9%	8.6%	8.5%
yoy		0.9%	10.0%	15.0%

资料来源: wind, 浙商证券研究所

综合以上，我们预计公司 2024-2026 年营收 116.61、133.33、152.25 亿元，同比增长 10.60%、14.34%、16.44%；归母净利润 2.86、5.12、6.6 亿元，同比增长 286.74%、79.03%、28.96%。

我们采用相对估值法对公司进行估值。我们分别选取与公司四大业务板块接近的可比公司，结合可比公司的财务情况以及估值水平，我们给予公司 2025 年 36x PE，对应目标市值 182 亿元，对应目标价 15.2 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表4: 可比公司估值

可比公司	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	营业收入(亿元)				归母净利润(亿元)				PE		
	2024-12-20		23	24E	25E	26E	23	24E	25E	26E	24E	25E	26E
东软集团	10.49	126.27	105.44	116.61	133.33	155.25	0.74	2.86	5.12	6.60	44	25	19
均值											49	36	28
创业慧康	5.27	81.64	16.16	18.09	20.85	24.11	0.37	1.98	2.96	3.88	41	28	21
卫宁健康	7.92	173.16	31.63	35.08	40.89	47.53	3.58	4.57	6.04	7.73	38	29	22
嘉和美康	27.48	37.80	6.95	7.84	9.50	11.51	0.42	0.82	1.24	1.78	46	31	21
德赛西威	112.75	625.72	219.08	282.19	350.96	430.92	15.47	21.13	27.50	34.55	30	23	18
中科创达	65.66	302.04	52.42	53.36	60.25	72.39	4.66	3.92	5.56	7.15	77	54	42
博彦科技	13.66	79.96	66.01	70.18	78.67	89.73	2.17	2.43	3.30	4.24	33	24	19
数字政通	18.79	116.71	12.13	13.37	16.62	20.04	1.34	1.51	1.90	2.32	77	61	50

资料来源: wind、浙商证券研究所

注释: 可比公司盈利预测参考万得一致预期

4 风险提示

- 1) **创新业务亏损加剧导致公司利润不及预期：**公司创新业务子公司的亏损计入公司利润表公允价值变动损益科目，考虑到部分创新业务仍在市场与产品研发投入期，中短期内存在持续亏损的风险，可能导致公司净利润不及预期。
- 2) **新产品、新业务推进不及预期：**公司在医疗、智能汽车、智慧城市等领域均有多个新产品、新业务正在推进落地，相关业务推进受阻或下游需求增速放缓可能导致公司营收增长不及预期。
- 3) **出海业务受到政策风险影响：**公司 2023 年海外营收占比约 21%，同时公司积极推进汽车、医疗业务的海外拓展。公司出海业务可能受到地缘政治或者政策剧变的影响，从而出现海外业务拓展不及预期的风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024A	2025A	2026A
流动资产	11,164	12,633	14,137	16,352
现金	2,413	3,425	4,284	5,621
交易性金融资产	1,141	1,141	1,141	1,141
应收账款	1,801	2,185	2,446	2,786
其它应收款	164	162	185	216
预付账款	80	89	102	119
存货	4,947	5,290	5,609	6,059
其他	618	340	371	410
非流动资产	7,828	7,913	7,778	7,641
金融资产类	37	37	37	37
长期投资	3,673	3,673	3,673	3,673
固定资产	1,467	1,390	1,300	1,200
无形资产	1,053	1,053	1,053	1,053
在建工程	285	228	182	146
其他	1,312	1,531	1,531	1,531
资产总计	18,991	20,546	21,915	23,993
流动负债	8,293	8,405	9,562	11,080
短期借款	300	300	300	300
应付款项	1,759	2,007	2,295	2,673
预收账款	29	29	33	39
其他	6,206	6,069	6,934	8,068
非流动负债	1,166	2,172	1,872	1,772
长期借款	0	750	450	350
其他	1,166	1,422	1,422	1,422
负债合计	9,459	10,577	11,434	12,851
少数股东权益	70	70	70	70
归属母公司股东权益	9,462	9,900	10,411	11,071
负债和股东权益	18,991	20,546	21,915	23,993

现金流量表

(百万元)	2023	2024A	2025A	2026A
经营活动现金流	798	932	1,188	1,444
净利润	71	286	512	660
折旧摊销	341	134	135	137
财务费用	32	24	33	25
投资损失	205	82	0	(16)
营运资金变动	(68)	194	272	361
其它	218	212	237	277
投资活动现金流	(725)	(301)	3	19
资本支出	(358)	1	3	3
长期投资	(381)	0	0	0
其他	14	(302)	0	16
筹资活动现金流	(110)	391	(333)	(125)
短期借款	295	0	0	0
长期借款	(750)	750	(300)	(100)
其他	345	(359)	(33)	(25)
现金净增加额	(47)	1,012	859	1,337

利润表

(百万元)	2023	2024A	2025A	2026A
营业收入	10,544	11,661	13,333	15,525
营业成本	7,992	8,919	10,198	11,879
营业税金及附加	78	82	100	124
营业费用	528	545	583	653
管理费用	655	758	834	959
研发费用	1,032	1,041	1,145	1,317
财务费用	20	24	33	25
资产减值损失	(155)	(160)	(180)	(200)
公允价值变动损益	(16)	0	0	0
投资净收益	(205)	(82)	0	16
其他经营收益	273	303	347	404
营业利润	91	304	547	707
营业外收支	1	3	3	3
利润总额	93	307	550	710
所得税	22	22	39	50
净利润	71	286	512	660
少数股东损益	(3)	0	0	0
归属母公司净利润	74	286	512	660
EBITDA	762	466	718	871
EPS（最新摊薄）	0.06	0.24	0.43	0.55

主要财务比率

	2023	2024A	2025A	2026A
成长能力				
营业收入	11.39%	10.60%	14.34%	16.44%
营业利润	128.12%	232.92%	79.81%	29.12%
归属母公司净利润	121.56%	286.74%	79.03%	28.96%
获利能力				
毛利率	24.20%	23.52%	23.51%	23.48%
净利率	0.70%	2.45%	3.84%	4.25%
ROE	0.78%	2.89%	4.92%	5.96%
ROIC	3.02%	2.72%	4.70%	5.65%
偿债能力				
资产负债率	49.81%	51.48%	52.17%	53.56%
净负债比率	-13.65%	-20.70%	-30.74%	-41.82%
流动比率	1.35	1.50	1.48	1.48
速动比率	0.70	0.82	0.84	0.88
营运能力				
总资产周转率	0.56	0.59	0.63	0.68
应收账款周转率	7.21	7.34	7.73	8.03
应付账款周转率	5.64	6.43	6.40	6.46
每股指标(元)				
每股收益	0.06	0.24	0.43	0.55
每股经营现金	0.66	0.77	0.99	1.20
每股净资产	7.86	8.22	8.65	9.20
估值比率				
P/E	170.84	44.17	24.67	19.13
P/B	1.33	1.28	1.21	1.14
EV/EBITDA	13.02	22.69	13.10	9.14

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。

未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>