

2021年01月19日

东华软件 (002065): 东华顺风, 成长前景广阔

推荐 (首次)

计算机

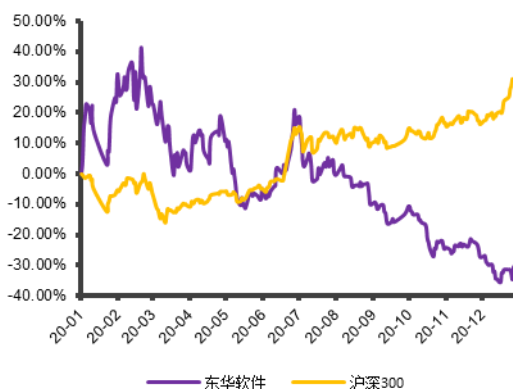
当前股价: 8.38 元/股

主要财务指标 (单位: 百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8,849	9,649	11,47	13,71
(+/-)	4.5%	9.0%	18.9%	19.6%
营业利润	614	817	1,216	1,536
(+/-)	18.0%	33.1%	48.8%	26.3%
归属母公司净利润	584	770	1,134	1,426
(+/-)	-27.6%	31.9%	47.2%	25.8%
EPS (元)	0.19	0.25	0.36	0.46

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (万股)	311548/280766
流通市值 (亿元)	235
每股净资产 (元)	3.20
资产负债率 (%)	43.0



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 杜永宏
 执业证书编号: S1050517060001
 电话: 021-54967706
 邮箱: duyh@cfsc.com.cn

联系人: 李杰
 电话: 021-54967763
 邮箱: lijie@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司
 地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
 邮编: 200030
 电话: (8621) 64339000
 网址: http://www.cfsc.com.cn

● 公司主营业务为系统集成和软件开发, 主要应用领域为金融、医疗、能源等行业, 且产品结构不断优化, 医疗业务竞争力较强, 公司与腾讯、华为深入合作, 发展潜力巨大。

● 公司医疗业务位于行业头部。公司全资子公司东华医为目前服务300多家三甲医院, 占比三甲医院总数的20%。公司医疗业务毛利率位于主流厂商第一梯队。公司产品覆盖全面, 是行业中产品最全面的公司之一。在DRGs业务领域, 东华软件优势明显, 市占率远超其他厂商。

● 医疗IT行业持续快速增长。加快信息化建设, 是医院实现医保控费的最有效抓手。2020年, 国家卫健委等机构多次出台政策支持以电子病历为核心的医疗信息化发展, 在政策的推动下, 医疗IT行业快速发展, 根据IDC的预测, 2019-2024年市场复合增长率为13.7%。东华软件优势最大的DRGs业务, 每年大约能为公司贡献13亿元的收入。

● 智慧城市业务前景广阔: 东华软件与腾讯深度绑定开拓智慧城市业务, 腾讯提供底层技术, 东华软件负责落地。政府频繁出台重磅政策支持智慧城市发展, 疫情也加速了智慧城市的发展, 一些地方政府认识到建设数字化政府的必要性, 决心增加投入, 新基建的建设也推动了智慧城市的发展, 根据IDC的预测, 2020-2024年国内智慧城市行业将实现约16%的复合年增长率。东华软件和国内三大解决方案商之一的腾讯深度绑定, 预计将受益于行业的增长。

● 服务器业务成为新增长点: 鲲鹏920是业界性能最高的基于ARM的服务器CPU, 打破了国外的技术垄断, 国产替代空间大, 至2023年, 国产替代市场规模约为250亿元, 公司推出的“鹏霄服务器”属于稀缺产品, 国内基于鲲鹏芯片的同类型对手仅有四到五家, 受益于国产替代需求, 公司服务器业务将成为公司新的增长点。

● 盈利预测: 我们预测公司2020-2022年实现归属母公司所有者净利润分别为7.70亿元、11.34亿元和14.26亿元, 折合EPS分别为0.25元、0.36元和0.46元。我们首次覆盖, 并给予推荐的投资评级。

● 风险提示: 1) 行业增长不达预期; 2) 行业政策发生不利变化

目录

一、国内 IT 服务行业翘楚 团队稳定实控人无质押	4
1.“内生+外延”成就行业翘楚	4
2.金融业务稳定增长	4
3.团队稳定 核心管理层深耕行业二十年	5
4.股权结构稳定	5
二、医疗 IT 业务行业领先，政策推动行业发展提速	6
1.医疗 IT 行业头部厂商	6
2.医疗 IT 行业发展正当时	7
三、与腾讯深度绑定 智慧城市业务前景广阔	9
1. 携手腾讯开拓智慧城市业务	9
2.智慧城市迎来建设契机	10
四、受益国产替代，服务器业务前景光明	11
五、公司财务状况转好	13
1.营收稳健增长	13
2.盈利能力增强	13
3.商誉减值压力大幅减轻	14
六、公司盈利预测与估值	14
1.盈利预测假设	14
2.公司估值	16
七、风险提示	16



图表目录

图表 1 公司发展历程	4
图表 2 公司营业收入结构	5
图表 3 公司毛利润结构	5
图表 4 公司股权结构	6
图表 5 东华软件医疗业务营收.....	7
图表 6 中国医疗信息化细分行业市场规模.....	8
图表 7 腾讯智慧城市底层平台.....	9
图表 8 中国智慧城市市场规模预测.....	10
图表 9 鲲鹏 920 性能表现	12
图表 10 公司营收及增速	13
图表 11 公司收现率.....	13
图表 12 公司毛利率和净利率	14
图表 13 公司扣非净利率	14
图表 14 东华软件盈利预测假设	15
图表 15 东华软件估值比较	16
图表 16 公司盈利预测	17

一、国内 IT 服务行业翘楚 团队稳定实控人无质押

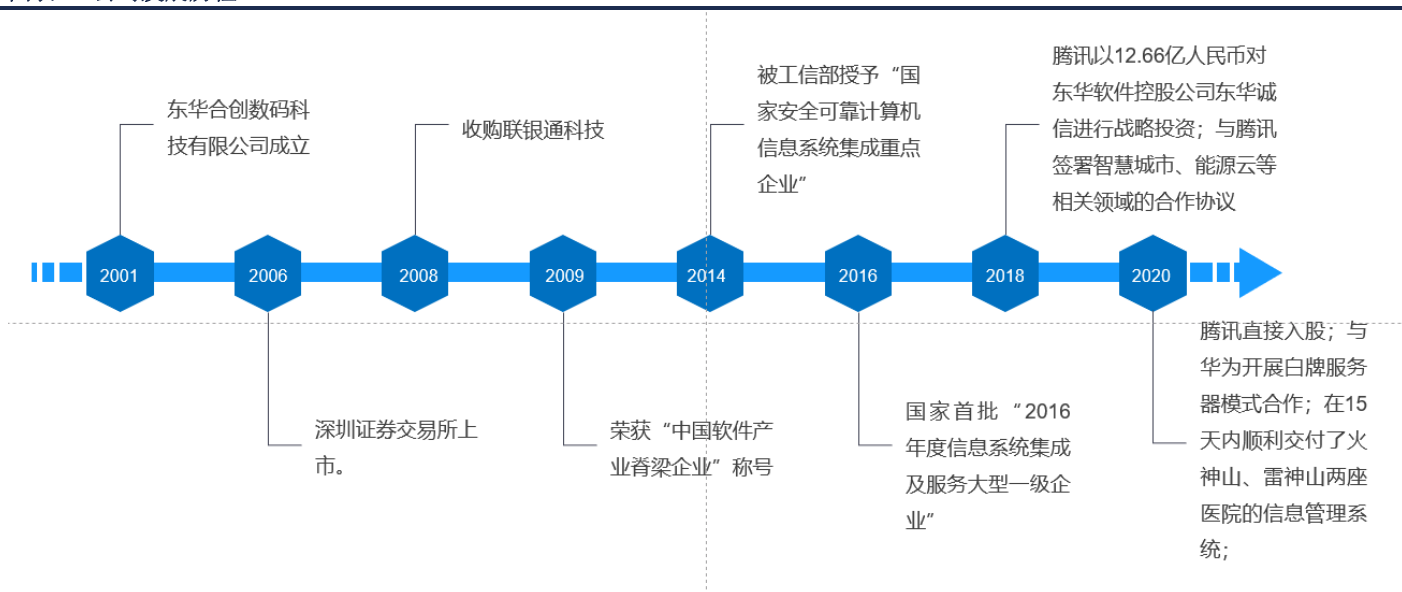
1. “内生+外延” 成就行业翘楚

东华软件的前身是北京东华合创数码科技有限公司，由北京东华诚信电脑科技发展有限公司、北京东华诚信工业设备有限公司、北京合创电商投资顾问有限公司以及薛向东、史绪等12位自然人共同出资设立。自2001年公司成立至今，东华软件实控人均均为薛向东家族成员。

2006年8月登陆深交所后，东华软件通过“内生+外延”以实现扩张。上市以来，东华软件2008年收购联银通科技，2011年收购神州新桥、2014年收购威锐达，2015年收购至高通信，2019年收购东华博泰，通过收购，东华软件拓展了金融、医疗、政府等领域的业务。在内生发展方面，东华软件设立东华医为，医疗业务从创立时的边缘业务发展为今天的主营业务。

从2015年到2018年，公司已连续四年被评为中国十佳医疗IT行业方案商第一名。2018年公司与腾讯合作建设智慧城市，2020年与华为合作生产鲲鹏服务器，背靠两大战略合作伙伴，公司迈入新的发展阶段。

图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华鑫证券研发部

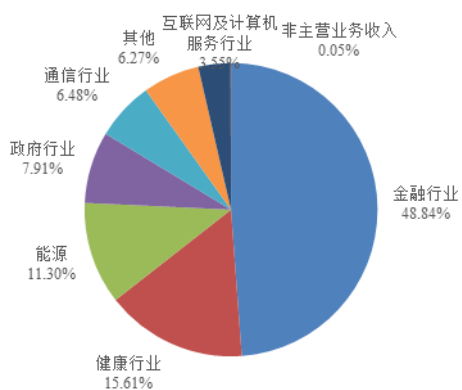
2.金融业务稳定增长

东华软件主营计算机信息系统集成及软件开发，下游客户类型多元化，产品服务广泛应用于金融、医疗健康、能源电力、政府、通信、互联网、水利等行业。最近三年及一期，金融行业、健康行业、能源行业是发行人客户最为集中的3个行业。

从东华软件历年业务结构看，金融业务营收占比最大，2019年营收占比48.84%，但近两年几乎没有增长，2019、2020年上半年分别同比增长0.57%、3.51%，这主要是因为，公司主要提供银行IT服务，而银行IT需求较为平稳。而2020年，鲲鹏金融解决方案逐渐成熟，已经成功应用于微众银行、农业银行、张家港行、华夏银行等多家银

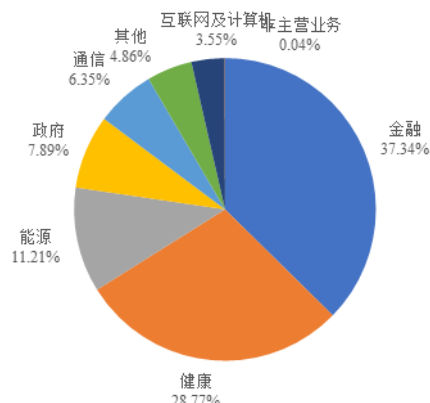
行，金融领域的国产替代有望率先开始，东华软件作为华为鲲鹏服务器的战略级合作伙伴，且在金融领域耕耘多年，有望率先受益于国产替代需求。

图表 2 公司营业收入结构



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 3 公司毛利润结构



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

医疗业务成长性最好，2018、2019、2020年上半年增长率分别为35.35%、25.40%、18.25%，这主要是因为政策的推动下，医疗信息化行业整体持续高速增长，而且东华软件的医疗IT业务在行业内也位于头部。

能源业务需求稳定，2018-2020年上半年增速分别为3.10%、6.03%、-4.47%，公司客户为国家电投、华能集团、大唐国际发电有限公司等行业头部客户，产品包括大数据平台、东华-Avatar（阿凡达）工业互联网平台等，公司能源行业客户主要为大型国企，资本开支较为稳定，因此，能源业务增长较为稳定。

政府业务前景广阔，2018-2020年上半年增速分别为5.43%、16.73%、1.19%，公司政府业务主要是智慧城市建设，根据IDC的预测，智慧城市行业在2020-2024年的预测期间内实现约16%的复合年增长率，东华软件与腾讯紧密合作，预期政府业务将保持快速增长。

3.团队稳定 核心管理层深耕行业二十年

公司董事长薛向东先生自2004年至今一直担任公司董事长，从事行业应用软件开发及计算机信息系统集成工作二十年以上，曾任中国机械工业电脑应用技术开发公司经营部经理及总经理助理、加拿大ONYX计算机公司驻华首席代表、北京东华诚信电脑科技发展有限公司董事长。

公司总经理吕波，曾在北京东华诚信电脑科技发展有限公司任副总经理，彼时薛向东在该公司任董事长，此后，薛向东创立东华软件，两人搭档至今。

公司董事会共有6位非独立董事，其中5位在公司已任职16年，董事会秘书也已在公司任职16年，多位副总也已在公司任职13年以上。

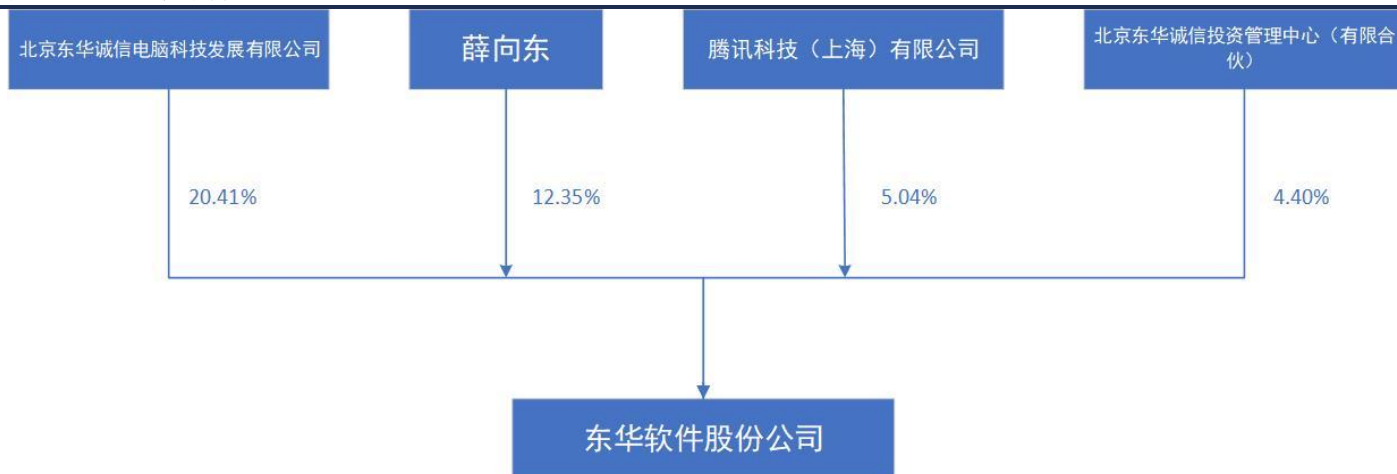
4.股权结构稳定

东华软件自成立日起，北京东华诚信电脑科技发展有限公司即为公司控股股东，实控人均均为薛向东家族成员。

自成立日起，控股股东与实控人均未进行过质押，并且控股股东还将因协议转让所

收到的资金长期支持公司各层次业务发展。

图表 4 公司股权结构



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

二、医疗 IT 业务行业领先，政策推动行业发展提速

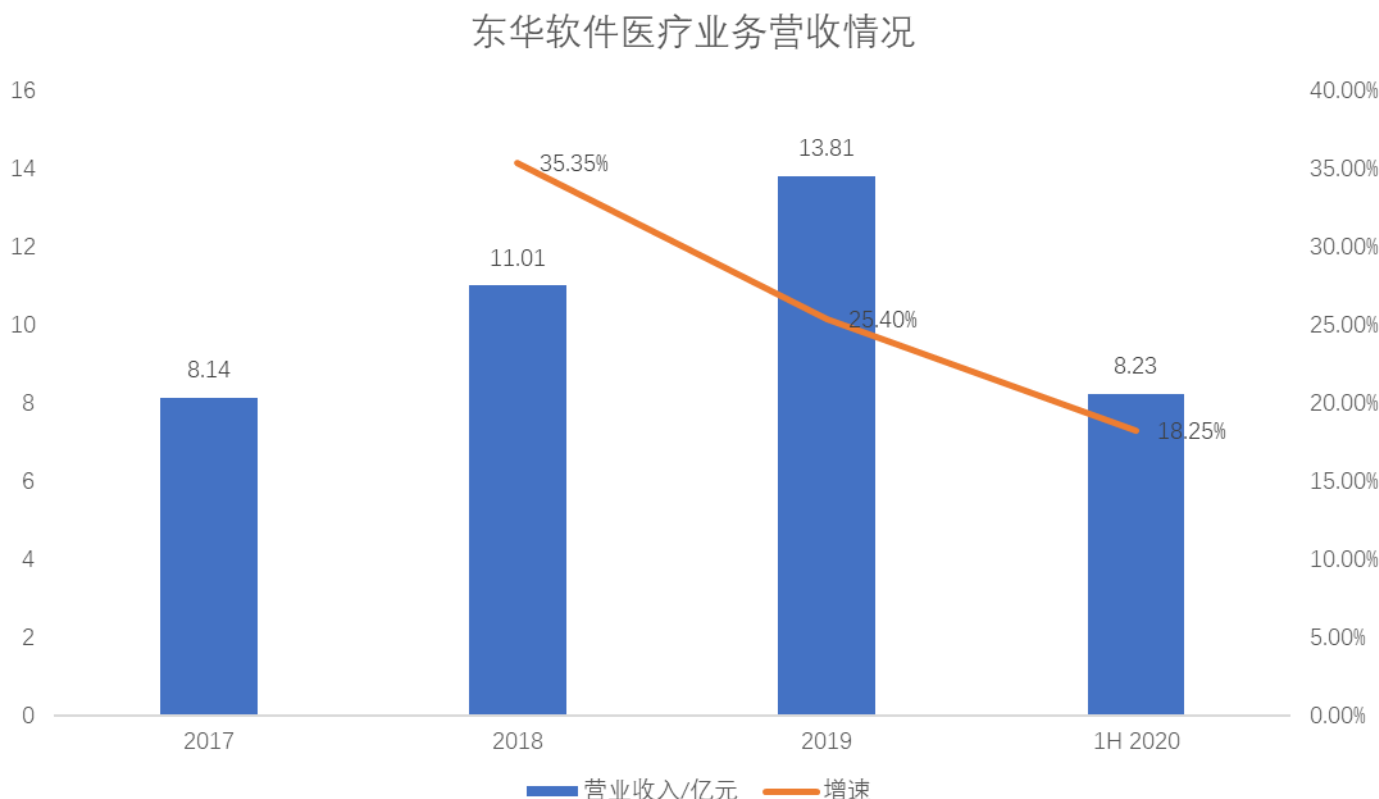
1. 医疗 IT 行业头部厂商

东华软件深耕医疗行业超 20 年，成立初期就设立了医疗卫生事业部，这也是东华医为的前身，东华软件的医疗业务主要由东华医为开展。公司深耕医疗信息化行业 20 年，截至目前，东华医为已累计为全国 800 多家包括医院、医疗集团、保险公司、卫生健康委和社保局等在内的客户提供各类大健康产品解决方案，包括智慧医院解决方案群、区域医疗解决方案群、互联网医疗解决方案群、医保支付与控费综合解决方案群等。火神山、雷神山医院的医院信息管理系统即是由东华医为以 SaaS 模式快速建成，公司还承建了北京小汤山医院、北京地坛医院等 6 家涉及疫情医院的疫情专区信息化系统建设工作。

东华软件医疗业务毛利率为 51.09%，与卫宁健康、创业惠康、思创医惠的毛利率接近，位于同一水平，远高于麦迪科技、和仁科技和东软集团。从产品覆盖完整度来说，东华软件主要产品仅比卫宁健康少了异地结算和临床实验两项，多于其他厂商。从收入规模来看，2019 年东华软件医疗业务营收 13.81 亿元，仅次于东软集团的 17.9 亿和卫宁健康的 18.92 亿，远高于其他厂商。东华软件近 3 年医疗 IT 业务也实现了高速增长，增速位于行业前列。在 DRGs 业务领域，东华软件优势明显，市占率远超其他厂商。

2020 年 11 月，复旦大学医院管理研究所发布《2019 年度中国医院排行榜》，东华医为共有 33 家医院客户位列其中，是国内百强医院客户最多的医疗信息化企业。在 33 家百强医院客户中，有 26 家医院的核心业务系统使用了东华医为产品，如 HIS、电子病历、信息平台、数据中心等。东华医为目前服务 300 多家三甲医院，包括北京协和医院、四川华西医院、解放军总医院等全国知名大型三甲医院，根据《2019 年我国卫生健康事业发展统计公报》，全国三甲医院共有 1516 个，东华医为的客户约占 20%。从 2015 年到 2018 年，公司已连续四年被评为中国十佳医疗 IT 行业方案商第一名。

图表 5 东华软件医疗业务营收



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

2. 医疗 IT 行业发展正当时

随着医改的深入推进，医保控费越来越严格，而加快信息化建设，是医院实现效率和成本管理的最有效抓手。

2018 年以来，卫健委和医政医管局先后出台多项医疗信息化相关政策，2018 年 8 月，卫健委医政医管局发布了《关于进一步推进以电子病历为核心的医疗信息化工作的通知》，其中提出：地方各级卫生健康行政部门应当持续提高本区域电子病历信息化整体水平。到 2019 年，辖区内所有三级医院要达到电子病历应用水平分级评价 3 级以上，即实现医院内不同部门间数据交换；到 2020 年，要达到分级评价 4 级以上，即医院内实现全院信息共享，并具备医疗决策支持功能。

电子病历系统是我国医院信息化建设的核心，其应用水平代表了医院整体的医疗数据管理及信息系统协同能力。据原卫计委《电子病历应用管理规范（试行）》，电子病历是指医务人员在医疗活动过程中，使用信息系统生成的文字、符号、图表、图形、数字、影像等数字化信息，并能实现存储、管理、传输和重现的医疗记录，是病历的一种记录形式，包括门（急）诊病历和住院病历。简单说就是用电子设备（计算机、健康卡等）记录的数字化的病人的医疗记录，取代手写纸张病历。

国家卫健委等三部门 2020 年 6 月发布通告称：经省级卫生健康行政部门评估，具备条件的地区可主要依托规范化电子健康档案开展服务并逐步取消相应纸质档案。国家卫健委官网 2020 年 10 月 12 日发布《关于加强全民健康信息标准化体系建设的意见》，《意见》要求：以中西医电子病历为核心，遵循电子病历信息标准，依托医院信息平

台整合医院内部信息资源，实现与区域信息平台的互联互通。推进公共卫生和患者服务信息共享，建立国家和省级电子病历数据库。加快实现居民基本健康信息和检查检验结果等在医疗机构之间的信息实时更新、互认共享。电子病历支持政策持续出台，在政策的推动下，随着电子病历系统升级和中小医疗机构普及电子病历，行业将继续快速增长。

根据 IDC 的数据，2019 年中国电子病历市场规模为 14.9 亿元，2019-2023 年市场复合增长率为 14.26%，根据 IDC 发布的《中国医疗行业 IT 市场预测，2020-2024》数据，2019 年中国医疗行业 IT 总支出是 548.2 亿元人民币，较上一年增长了 11.5%，预计到 2024 年该市场规模将达到 1041.5 亿元人民币，2019 至 2024 年的年复合增长率为 13.7%。根据中国医院协会信息专业委员会（CHIMA）发布的《2018-2019 中国医院信息化状况调查报告》，三级医院未来两年的信息化建设平均规划投入为 1667.69 万元，三级以下医院平均为 496.69 万元。根据《2019 年我国卫生健康事业发展统计公报》，我国医院总数 34354 个，三级医院 2749 个，二级医院 9687 个，一级医院 11264 个，由此计算得 2019-2020 两年医院信息化市场规模约为 1499.06 亿元，与 IDC 的预测基本相符。

东华软件是医疗信息化领域产品最丰富的公司之一，拥有最多的百强医院客户，是医疗 IT 行业主要厂商之一，将受益于行业整体的快速增长。

图表 6 中国医疗信息化细分行业市场规模

模块名称	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	19-23 年 CAGR
集成平台和临床数据仓库/亿元	3.3	4.2	5.2	6.3	7.1	8.1	9.1	15.02%
电子病历（EMR）/亿元	9.9	12.2	14.9	18.1	20.1	22.7	25.4	14.26%
医院核心管理系统（HCMS）/亿元	23.9	30.2	36.1	43	48.8	55.2	61.5	14.25%
分级诊疗系统/亿元	9.1	11.7	13.8	16.1	18.5	20.9	23.1	13.75%
区域卫生信息系统（RHIS）/亿元	5.7	6	6.8	8.3	8.9	9.7	10.9	12.52%
MIS（包括医院资源计划系统）/亿元	4	4.6	5	5.6	6.2	6.7	7.3	9.92%
影像归档和通信系统（PACS）/亿元	16.8	18.6	20.4	22.7	24.7	26.5	28.5	8.72%
HIS/亿元	9.3	10.2	11.1	12.2	13	14.1	15	7.82%
医学检验系统（LIS）/亿元	3	3.2	3.5	3.8	4.1	4.4	4.7	7.65%

资料来源：IDC、华鑫证券研发部

除了电子病历的系统的建设较为迫切之外，DRGs 信息系统的建设也开始加速。DRGs(Diagnosis Related Groups)译作“疾病诊断相关分组”，DRGs 的支付方式是医保机构将所有住院病例按疾病诊断的情况分类，形成疾病诊断相关分组，按病组打包预付，事前拟定支付标准，检查费、药费、医疗服务费等都需要打包在一起，DRGs 是当今世界公认的比较先进的支付方式之一。

2017 年《国务院办公厅关于进一步深化基本医疗保险支付方式改革的指导意见》，正式明确提出要在全范围内开展按疾病诊断相关分组（DRG）付费试点。2019 年 6 月，国家医保局等 4 部门确定了 30 个城市作为按疾病诊断相关分组（DRG）付费国家试点城市。

2020 年 11 月 20 日，国家医疗保障局正式发布《关于印发国家医疗保障按病种分值付费（DIP）技术规范和 DIP 病种目录库（1.0 版）的通知》。确定了 DIP 付费全面试点正式开始。

DIP 又称病种分值法，是一种基于大数据的 DRG 付费方式，也被称为“中国版 DRG”。此前的 DRGs 试点时间是三年，而此次 DIP 试点时间只有 1 年。意味着 2021 年，DRGs

和 DIP 的全部试点地区都将进入实际付费阶段。且相较于 DRGs 的 30 个城市，DIP 扩大到了 71 个城市。落地速度更快、覆盖范围更广。

根据智研咨询的数据，2020-2022 年每年 DRGs 业务的市场规模约为 40 亿元，在 DRGs 业务领域，东华软件在卫宁健康、万达信息等 8 家主要医疗 IT 公司中市占率约为 75%，8 家主要医疗 IT 公司约占比医疗 IT 行业 50% 的市场份额，由此计算得，东华软件 DRGs 业务每年可获得的收入约为 15 亿元。

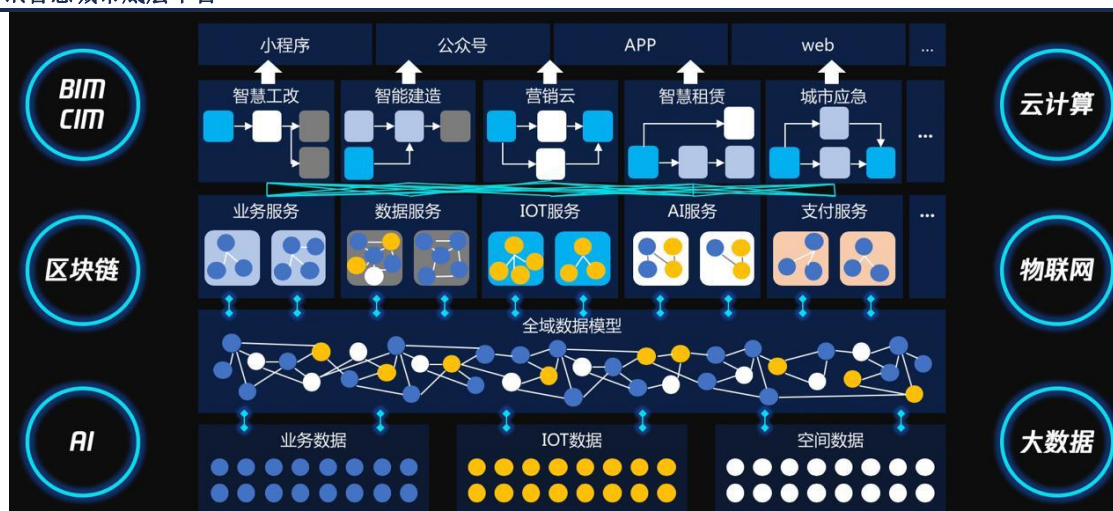
三、与腾讯深度绑定 智慧城市业务前景广阔

1. 携手腾讯开拓智慧城市业务

2018 年 5 月，东华软件公告称，东华软件股份有限公司于 2018 年 5 月 25 日与腾讯云计算（北京）有限责任公司签署了关于腾讯东华医疗云、智慧城市、能源云等相关领域的《合作协议》。双方将基于各自的优势共同布局开展（1）医疗云、医疗互联网、医疗人工智能及视频技术服务；（2）智慧城市案例共建；（3）能源物联网；（4）金融大数据四个专业方向深度合作，为全球用户提供相关服务。

腾讯云授予东华云计算有限公司“腾讯云荣耀服务商”专属标识协助东华云成为行业领先云服务商。双方联手打造智慧城市解决方案和标杆，并在全国复制；双方组建联合团队，共同拓展地市级及以上城市的智慧城市项目，并由东华软件负责相关项目的交付落地。东华软件与腾讯在智慧城市业务上已多次合作，比如数字广东、一部手机游云南、长沙超级大脑、成都天府绿道、北京燕山智慧城市、上海松江智慧城市等重点城市业务覆盖，在城市服务端、文旅云、住建云、教育云、农业云、应急云、智能终端等行业云产品收入快速增长，仅 2020 年 11 月就联合中标南宁、广州等地项目。

图表 7 腾讯智慧城市底层平台



资料来源：RFID 世界网，华鑫证券研发部

早在 2017 年末，东华软件就已经披露双方签署了《战略合作协议》，双方本着资源共享、优势互补、共同发展、合作共赢的原则，将在多领域开展合作，包括医疗、金融、智慧城市、公安、水利、气象、广电、电力等行业的项目合作、行业解决方案的渠道和销售合作以及基于云市场 SaaS 产品对接合作。之后腾讯通过入股与东华软件深度绑定：2018 年，腾讯以 12.66 亿元对东华诚信进行战略投资，认购了东华诚信的

24.69%股权，东华诚信为东华软件的控股股东。2020年1月10日，东华软件披露公司控股股东、实际控制人及其一致行动人协议转让给腾讯科技公司总股本的5.04%，根据2020年三季报，腾讯持有东华软件5.04%的股权。

2.智慧城市迎来建设契机

早在2014年，中国就提出了智慧城市建设规划，2014年3月，《国家新型城镇化规划（2014—2020年）》发布，其中专门有一节提出“推进智慧城市建设”。2014年8月，《关于促进智慧城市健康发展的指导意见》提出，到2020年建成一批特色鲜明的智慧城市。2016年开始，国家与多省市都将智慧城市建设列入十三五规划。

2020年4月发改委发布的《2020年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务》中要求：实施新型智慧城市行动，完善城市数字化管理平台和感知系统。2020年10月，国家市场监督管理总局、国家标准化管理委员会发布《智慧城市信息技术运营指南》等6项智慧城市领域国家标准，直击智慧城市建设的难点，为智慧城市信息化建设提供理论基础和技术支撑，有助于实现数据资源的标准化。《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》中提出：加强数字社会、数字政府建设，提升公共服务、社会治理等数字化智能化水平。2020年11月，北京市人民政府发布《北京市“十四五”时期智慧城市发展行动纲要（征求意见稿）》，《行动纲要》提出：到2025年，北京将建设成为全球新型智慧城市的标杆。

根据德勤2019年底报告《超级智能城市2.0：人工智能引领新风向》中的数据，国内在建智慧城市数量为500个，是全球智慧城市建设数量的一半。全国超过89%的地级以上城市都在建设智慧城市，智慧城市总体规划投资额已超过3万亿元人民币。

图表 8 中国智慧城市市场规模预测



资料来源：IDC，华鑫证券研发部

新冠疫情对中国的智慧城市是一次压力测试，在此次疫情中，智慧城市没有发挥应有的作用，许多智慧城市相关设施在此次防疫任务中陷入瘫痪——一些地方没有应对人口流调的信息化系统，只能靠手工填表；而部分有软件平台的地区，也因各部门、

地区的数据不互通导致系统一度形同虚设。疫情加速了智慧城市的发展，一些地方政府认识到建设数字化政府的必要性，决心增加投入。

新基建的建设也推动了智慧城市的快速发展，2020年2月14日，中央全面深化改革委员会第十二次会议指出，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。3月4日，中共中央政治局常务委员会召开会议，会议提出加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。要注重调动民间投资积极性。随后，有25个省市的政府工作报告提及新型基建。智慧城市的建设发展，离不开大数据、人工智能、5G等新建设施，新基建的建设为智慧城市的推进提供了坚实的支撑。

根据IDC发布的《全球智慧城市支出指南》，2020年全球智慧城市市场相关投资总额将达到1144亿美元，全球智慧城市支出将在2021年开始逐渐提高增长速度，并在2020-2024年的预测期间内实现14.6%的复合年增长率。至2020年，中国市场支出规模将达到259亿美元，较2019年同比增长12.7%，至2024年，中国市场支出规模约为470亿美元，在2020-2024年的预测期间内将实现约16%的复合年增长率，高于全球平均水平。中国为仅次于美国的支出第二大的国家，全球市场规模占比22.7%，仅次于美国的26.7%。

目前国内智慧城市解决方案主要有三大厂商，分别是华为、腾讯、阿里，呈现华为为领衔，腾讯、阿里各有优势、迅速发展的局面。华为是业界唯一能够提供涵盖云、管、端及PaaS层、SaaS层服务的全栈式解决方案的厂商。华为是全球智慧城市成功案例最多的厂家，为全球40多个国家，200多个城市提供智慧城市解决方案，具有丰富的实践经验。腾讯具有强大的2C基因，在城市入口与市民应用体验具有较明显的优势，阿里的城市大脑主打提升算力。

根据“AI智道”发布的2015-2020年科技巨头中标的117个智慧城市（城市大脑）项目信息，2015-2020年BAT和百度中标了约117个城市大脑项目，华为系中标11个项目，中标金额38亿，腾讯系中标33个项目，中标金额35亿，阿里系中标，68个项目中标金额23亿，百度系中标5个项目，中标金额1.4亿。

由于智慧城市行业有极高的门槛，国内智慧城市市场呈现寡头竞争格局，腾讯是主要参与商之一，作为国内最大的计算机系统集成商以及腾讯在智慧城市领域的战略合作伙伴，东华软件将会受益于国内智慧城市行业的高速增长。

四、受益国产替代，服务器业务前景光明

2020年6月，东华软件公告与华为签署合作协议，双方开展白牌服务器模式合作，白牌服务器模式指华为依照本协议约定向东华软件提供服务器整机和部件产品，东华软件在此基础上依照协议约定安装软件、提供增值服务、形成软硬件一体机和解决方案并向最终用户销售的商业模式。

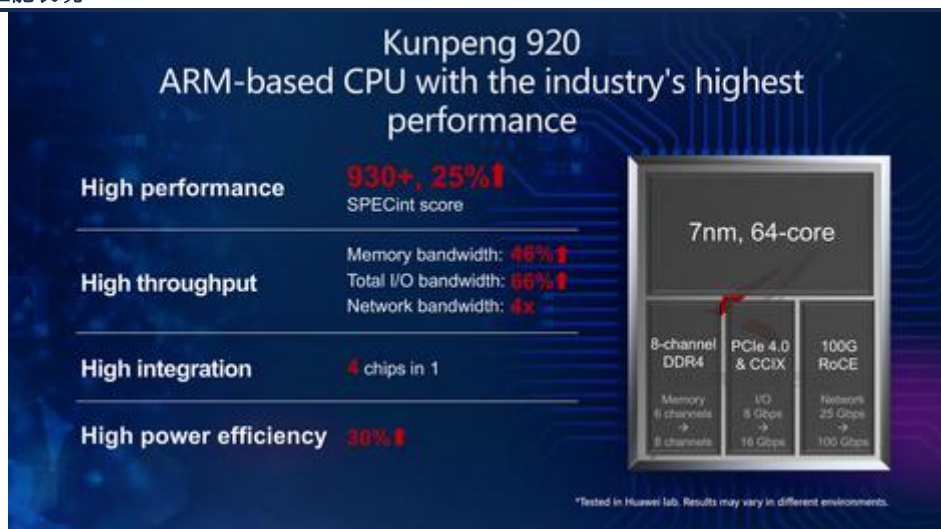
东华软件与华为自2002年起就开始合作，彼时，华为在国内企业级市场刚刚起步，经过多年合作，东华软件已经成为华为部分产品五钻认证服务商，多产品的一级经销商，同时也是华为鲲鹏战略级ISV合作伙伴，华为企业网络（数通&安全）方向全球范围内首家五钻认证服务商，已拥有首批华为“五钻认证服务商”（CSP五钻）奖牌”、华为“最佳解决方案奖”等诸多光环。

鹏霄国产化服务器是东华软件在信创产业业务布局的重要一环，目前公司与华为

鲲鹏合作的服务器一体机产品是公司第一款国产化计算产品。“鹏霄”服务器是华为与公司在计算技术和整机工程方面生态共建的捷径，搭载了华为鲲鹏芯片和主板，由东华软件提供软件及集成技术，现已完成与国内主流操作系统、数据库、中间件，以及扫描仪、打印机等所有软硬件设备的兼容适配。公司目前已在智慧城市、医疗、金融等领域进行了测试，一半以上都已通过，未来将在智慧城市、医疗等领域进行大规模推广、应用。

鹏霄服务器使用的鲲鹏 920 是业界性能最高的基于 ARM 的服务器 CPU，此前该领域由英特尔和 AMD 垄断，英特尔占据约 90% 的市场份额，华为推出鲲鹏 920 芯片打破了国外的技术垄断，对于国家安全具有重要意义。

图表 9 鲲鹏 920 性能表现



资料来源：华为发布会，华鑫证券研发部

这次东华软件所研发的“鹏霄”DHC-NB920 系列服务器，是直接基于华为鲲鹏 920 处理器所研发的 2U 双路机架服务器，在性能、运行效率等方面，相比同类型的产品都有着大幅度的提升，能够直接比肩国际主流品牌的服务器产品。6 月 21 日，公司与华为联合宣布，基于鲲鹏处理器的“鹏霄”服务器产品在宁波国家高新区正式生产下线，在服务器下线仪式上，德塔森特、宁波联通、宁波电信和宁波移动则签下了 1 万台宁波地产“鹏霄”服务器首用协议。服务器下线仪式上，东华软件、宁波工投集团、高新区投资集团代表签署了鲲鹏产业园建设合作协议，计划五年内投资 100 亿元，引进软件及相关企业 200 家，实现区域行业收入突破 500 亿元，税收 30 亿元。

2020 年，鲲鹏系列服务器在国产替代领域表现亮眼，中国电信 2020 年 5 月的服务器集采中，鲲鹏服务器芯片和海光的服务器芯片合计中标 19.9% 的份额，2020 年 5 月 21 日，农业银行招标中采购 2000 台基于鲲鹏处理器的 TaiShan 服务器，这是金融 IT 国产化里程碑。另外，基于鲲鹏处理器的服务器在中国移动 2020 年 PC 服务器集采项目中中标数量占比约 14.15%。在中国联通 2020-2021 年通用服务器集中采购项目中，多样性计算标段（采购国产服务器）采购服务器数量占比总采购数的约 40%，在多样性计算标段，共有华为、紫光华山、神州数码、武汉长江、湘江鲲鹏、黄河科技、浪潮 7 家企业中标，其中，除浪潮采用基于海光 CPU 外，其余 6 家企业均采用基于鲲鹏处理器的服务器。

2020 国产化替代服务器容量在三十万台的量级，按每台 2 万元价格计算，则市场规模约为 60 亿元。公司将把该服务器作为全国范围内的唯一品牌，年产量预计突破 5 万台，贡献收入约 10 亿元，服务器业务净利率超 10%，因此，2020 年服务器业务预计

将贡献 1 亿元利润。

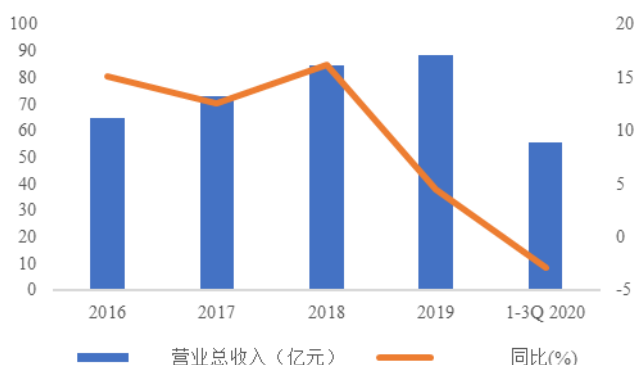
根据 IDC 数据, 2019 年中国 x86 服务器出货量为 317.75 万台, 互联网、政府和电信依然是前三大下游行业, 占据整体市场出货量 60% 以上的份额。根据 TrendForce 的预测, 预计 2021 年全球服务器出货量年增长近 7%, 按照中国 x86 服务器出货量 2019-2023 年复合增长率为 7% 计算, 则 2023 年中国 x86 服务器出货量约为 417 万台, 假设 2023 年在政府、互联网、电信客户国产替代渗透率达到 50%, 则 2023 年国产替代总需求约为 250 亿元, 市场空间很大。同时公司推出的“鹏霄服务器”属于稀缺产品, 国内基于鲲鹏芯片的同类型对手仅有四到五家, 受益于国产替代需求, 公司服务器业务将成为公司新的增长点。

五、公司财务状况转好

1. 营收稳健增长

2015-2019 年, 东华软件营收稳步增长。2020 年前三季度营收小幅下滑 2.91%, 主要是因为疫情对公司及其上下游企业的正常生产经营造成了一定影响, 其中合同履行进度颇受影响, 致使收入确认时点延后, 从而导致前三季度业绩有所下滑。公司现金回收情况较好, 近 5 年收现率均大于 100%。

图表 10 公司营收及增速



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 11 公司收现率

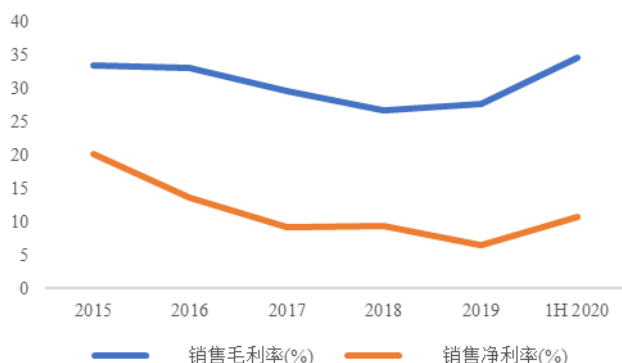


资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

2. 盈利能力增强

2020 年上半年公司毛利率为 34.73%, 近三年公司毛利率持续提高, 从 2018 年的 26.77% 增长至目前的 34.73%。2020 年上半年公司的净利率也大幅提高, 相比 2019 年提高 4.2 个百分点。盈利能力增强主要是因为毛利率较高的医疗业务占比不断增加, 从 2018 年的 13.00% 提高至 2020 年中的 22.61%。

图表 12 公司毛利率和净利率



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 13 公司扣非净利率



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

3. 商誉减值压力大幅减轻

东华软件2014、2015年净利率分别为20.09%、20.23%，但2016年却突然跌至13.75%，2017年至今均维持在7%左右，主要原因就在于2008至2015年的多次收购积累下了高额商誉，截至2015年末，商誉高达16.63亿元。

2016-2019年，东华软件分别确认了2.10亿元、4.48亿元、2.26亿元、1.65亿元的商誉减值，分别占比当期净利润的23.33%、67.47%、28.04%、28.25%。

截至2020年9月30日，东华软件商誉余额为6.72亿元，商誉余额主要来自于收购至高通信、威锐达、联银通、神州新桥产生的商誉，神州新桥经营良好，实际净利润远超收购时评估报告预测净利润，短期不存在较大减值风险，联银通经营稳定，2018、2019年实际净利润均超出收购时评估报告预测净利润，短期也不存在较大减值风险。

而2019年，至高通信、威锐达净利润分别为-1.17亿元、164.55万元，远低于收购时评估报告预测净利润，商誉很可能继续计提减值，但是这两家公司商誉已分别累计减值4.91亿、3.41亿，对应的商誉余额分别为0.74亿元、1.28亿元，相比往年商誉减值金额，2021年商誉减值风险已经大幅降低，2021年以后的净利率大概率将大幅好转。

六、公司盈利预测与估值

1. 盈利预测假设

(1) 健康行业: 2018、2019、2020 年上半年健康业务营收增速分别为 35.35%、25.40%、18.25%，2020 年上半年营收增速下降主要是因为受疫情影响，由于疫情后，医疗信息化加速推进，我们预计 2020-2022 年健康业务营收增速分别为 25%、35%、30%。

(2) 金融行业: 公司在金融行业主要覆盖银行 IT。2018、2019、2020 年上半年金融行业收入增速分别为 23.12%、0.57%、3.51%，2019 年金融行业国产 IT 替代尚未开启，2020 年华为鲲鹏金融行业解决方案已有多项成功应用案例，2021 年金融行业国产化 IT

采购有望开启。公司有望率先受益。我们预计 2020-2022 金融板块收入同比增速分别为 10%、20%、20%。

(3) 能源行业：2018、2019、2020 年上半年健康业务营收增速分别为 3.10%、6.03%、-4.47%，能源行业需求稳定，公司继续扩大在能源大数据、能源互联网等新兴领域的布局，考虑到新基建的推进，我们预计 2020-2022 能源板块收入同比增速分别为 5%、7%、9%。

(4) 通信行业：2018、2019、2020 年上半年健康业务营收增速分别为 8.66%、2.31%、-18.45%，2019 公司助力山西移动、山西联通等用户业务转型，积极推进产品国产化。2021、2022 年是 5G 建设最高峰，我们预计 2020-2022 年通信业务营收增速分别为-10%、10%、15%。

(5) 政府行业：2018、2019、2020 年上半年健康业务营收增速分别为 5.43%、16.73%、1.19%。政府业务主要是智慧城市业务，疫情后智慧城市建设将加速推进。我们预计 2020-2022 年政府行业营收增速分别为 10%、20%、25%。

(6) 互联网及计算机服务行业：2018、2019、2020 年上半年健康业务营收增速分别为 6.28%、3.88%、-8.36%，根据往年增速，我们预计 2020-2022 年互联网及计算机服务业务营收增速分别为-3%、5%、5%。

图表 14 东华软件盈利预测假设

	2019	2020E	2021E	2022E
健康业务/万元	138097.43	172621.79	233039.41	302951.24
YoY	25.40%	25.00%	35.00%	30.00%
毛利率	51.09%	51.00%	51.00%	51.00%
金融业务/万元	432,161.47	475377.62	570453.14	684543.77
YoY	0.57%	10.00%	20.00%	20.00%
毛利率	21.19%	21.20%	21.20%	21.20%
能源业务/万元	99,985.44	104984.71	112333.64	122443.67
YoY	6.03%	5.00%	7.00%	9.00%
毛利率	27.50%	28.00%	28.00%	28.00%
政府业务/万元	70,012.98	77014.28	92417.13	115521.42
YoY	16.73%	10.00%	20.00%	25.00%
毛利率	27.63%	28.00%	28.50%	29.00%
通信业务/万元	57,325.14	51592.63	56751.89	65264.67
YoY	2.31%	-10.00%	10.00%	15.00%
毛利率	27.16%	27.50%	28.00%	28.00%
互联网及计算机服务行业/万元	31370.55	30429.43	31950.91	33548.45
YoY	3.88%	-3.00%	5.00%	5.00%
毛利率	27.73%	28.00%	28.00%	28.00%
其他/万元	55,490.98	52716.43	50080.61	47576.58
YoY	-14.92%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
毛利率	21.48%	22.00%	22.00%	22.00%
非主营业务收入/万元	457.27	182.91	73.16	29.27
YoY	-69.18%	-60.00%	-60.00%	-60.00%
毛利率	21.48%	22.00%	22.00%	22.00%

资料来源：wind，华鑫证券研发部



2.公司估值

由此，计算得，2020-2022 年，东华软件营业收入分别为 96.49 亿元、114.71 亿元、137.19 亿元，归母净利润分别为 7.70 亿元、11.34 亿元、14.26 亿元。2020-2022 年东华软件 EPS 分别为 0.25/0.36/0.46 元/股，截至 2021 年 1 月 18 日，东华软件收盘价为 8.38 元，对应 PE 分别为 33.5/23.3/18.2 倍。

A 股上市公司中，与东华软件主业的可比公司，主要有东软集团、卫宁健康、太极股份、中国软件和华宇软件。考虑到公司在医疗 IT、智慧城市、信创等领域的竞争优势，给予公司 2021 年 30-35 倍 PE。

图表 15 东华软件估值比较

代码	简称	股价/元	PE		
			2019A	2020E	2021E
600718.SH	东软集团	9.69	379.25	74.47	38.63
300253.SZ	卫宁健康	16.23	61.71	70.58	49.83
002368.SZ	太极股份	28.79	47.90	37.36	27.41
600536.SH	中国软件	76.85	573.39	173.39	84.14
300271.SZ	华宇软件	23.67	35.42	32.57	22.54
平均			219.53	77.67	44.51
东华软件			39.87	33.5	23.3

资料来源：wind，华鑫证券研发部

七、风险提示

主要风险包括：1) 行业增长不达预期；2) 行业政策发生不利变化

图表 16 公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2021E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2021E
流动资产:					营业收入	8,849	9,649	11,471	13,719
货币资金	1,981	2,436	2,883	3,132	营业成本	6,395	6,908	8,137	9,663
应收款	6,493	6,969	7,966	9,146	营业税金及附加	25	25	25	25
存货	5,298	5,853	6,328	6,979	销售费用	344	386	401	480
其他流动资产	805	845	887	931	管理费用	520	579	631	755
流动资产合计	14,577	16,103	18,064	20,188	财务费用	76	97	122	143
非流动资产:					费用合计	940	1,062	1,154	1,378
金融类资产	776	854	939	1,033	资产减值损失	-372	-260	-182	-128
固定资产+在建工程	292	324	357	388	公允价值变动	19	20	21	22
无形资产+商誉	763	839	923	1,015	投资收益	10	10	11	12
其他非流动资产	427	470	517	569	营业利润	614	817	1,216	1,536
非流动资产合计	2,258	2,487	2,736	3,005	加: 营业外收入	31	35	38	42
资产总计	16,835	18,589	20,800	23,193	减: 营业外支出	8	8	9	10
流动负债:					利润总额	638	844	1,245	1,568
短期借款	2,073	2,800	3,300	3,800	所得税费用	60	80	118	148
应付账款、票据	1,500	1,612	2,034	2,416	净利润	578	764	1,127	1,420
其他流动负债	3,532	3,856	4,242	4,666	少数股东损益	-6	-6	-6	-6
流动负债合计	7,105	8,268	9,576	10,882	归母净利润	584	770	1,134	1,426
非流动负债:									
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	131	137	144	151					
非流动负债合计	131	137	144	151					
负债合计	7,236	8,405	9,720	11,033					
所有者权益									
股本	3,115	3,115	3,115	3,115					
资本公积金	2,158	2,158	2,158	2,158					
未分配利润	3,564	4,077	4,860	5,798					
少数股东权益	75	75	75	75					
所有者权益合计	9,599	10,188	11,084	12,164					
负债和所有者权益	16,835	18,593	20,804	23,197					
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2021E	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2021E
净利润	578	764	1127	1420	成长性				
折旧与摊销	112	68	80	94	营业收入增长率	4.5%	9.0%	18.9%	19.6%
财务费用	102	97	122	143	营业利润增长率	18.0%	33.1%	48.8%	26.3%
存货的减少	-693	-555	-476	-651	归母净利润增长率	-27.6%	31.9%	47.2%	25.8%
营运资本变化	-147	-364	-575	-798	总资产增长率	5.2%	10.4%	11.9%	11.5%
其他非现金部分	351	198	219	243	盈利能力				
经营活动现金净流量	302	208	498	451	毛利率	27.7%	28.4%	29.1%	29.6%
投资活动现金净流量	-125	-181	-199	-219	营业利润率	6.9%	8.5%	10.6%	11.2%
筹资活动现金净流量	-19	429	147	17	三项费用/营收	10.6%	11.0%	10.1%	10.0%
现金流量净额	159	456	447	249	EBIT/销售收入	8.4%	10.1%	12.3%	12.8%
					净利率率	6.5%	7.9%	9.8%	10.3%
					ROE	6.0%	7.5%	10.2%	11.7%
					营运能力				
					总资产周转率	52.6%	51.9%	55.1%	59.2%
					资产结构				
					资产负债率	43.0%	45.2%	46.7%	47.6%
					现金流质量				
					经营净现金流/净利润	0.52	0.27	0.44	0.32
					每股数据(元/股)				
					每股收益	0.19	0.25	0.36	0.46
					每股净资产	3.08	3.27	3.56	3.90

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师简介

杜永宏：华鑫证券分析师，2017 年 6 月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%—(+) 5%
4	减持	(-) 15%—(-) 5%
5	回避	<(-) 15%

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。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+8621) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>