

业绩短期承压，医疗领域业务持续高景气

投资要点

- **业绩总结:** 2020年前三季度公司实现营业总收入 55.8 亿元，同比下降 2.9%；实现归母净利润 6.2 亿元，同比下降 18.4%。
- **受商誉减值释放的影响，公司净利润短期承压。** 1) 收入方面：2020Q3 单季度，公司实现营业收入 19.3 亿元，同比下降 10%，疫情对项目整体进度的影响仍有余温，导致整体收入确认延后，前三季度收入表现相对不佳。2) 利润方面：2020Q3 单季度公司实现归母净利润 2.1 亿元，同比下降 41.7%，净利润受公司商誉减值影响，呈现短期波动态势。2020 年前三季度，公司毛利率为 33.9%，同比下降 1.1pp；净利率为 10.8%，同比下降 2.1pp。3) 2020Q3 公司销售费用率为 4.9%，同比增长 0.6pp；管理费用率为 7.4%，研发费用率为 10.1%，报告期内公司管理、研发费用率较去年同期变化相对较小。
- **医疗领域高景气持续，为公司业绩增长提供驱动力。** 受益于电子病历等级测试、医保 IT 建设以及疫情因素对于医院端内部信息化和公共卫生信息化等需求的催化，我们预计医疗 IT 领域处于高景气状态。截至 2019 年，公司在医疗领域的服务网络遍及全国 31 个省市，核心品牌健康乐已为全国 100 余家三甲医院的患者提供健康管理服务。2020 年前三季度，公司在医疗信息化领域拿下 9 个千万级订单。在后疫情时代催化下，医疗领域景气度有望持续高涨，公司医疗 IT 业务或将持续增长。
- **深度布局云计算、大数据、人工智能等前沿领域，重点加强信创市场的拓展。** 10 月 14 日，公司全资子公司北京东华信创科技拟以自有资金出资人民币 3 亿元对外投资设立“辽宁东华信创科技有限公司”，占注册资本的 100%。充分发挥自身在信息化的综合实力和在政府、金融、能源、电力等行业的竞争优势，全面参与辽宁省信创项目发展，增强公司整体竞争力，提升公司的盈利能力。
- **盈利预测与投资建议。** 考虑到受疫情影响，政府、通信等业务表现不佳，我们下调公司盈利预测，预计 2020-2022 年，公司 EPS 分别为 0.18 元、0.20 元、0.27 元。公司为系统集成领军企业，且充分受益于医疗 IT 行业高景气以及金融 IT 国产化浪潮，因此我们长期看好，预计经过短期波动后未来归母净利润将恢复高速增长，维持“持有”评级。
- **风险提示:** 与腾讯、华为合作进度低于预期；商誉减值风险；医疗客户需求不达预期；金融国产化替代不达预期。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8849.01	9610.79	11610.87	14076.20
增长率	4.47%	8.61%	20.81%	21.23%
归属母公司净利润(百万元)	583.70	548.23	610.89	849.01
增长率	-27.62%	-6.08%	11.43%	38.98%
每股收益 EPS(元)	0.19	0.18	0.20	0.27
净资产收益率 ROE	6.02%	5.41%	5.75%	7.48%
PE	68	57	51	37
PB	4.14	3.13	2.98	2.78

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 常潇雅
执业证号: S1250517050002
电话: 021-58351932
邮箱: cxya@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	31.15
流通 A 股(亿股)	28.08
52 周内股价区间(元)	7.14-17.2
总市值(亿元)	296.91
总资产(亿元)	180.41
每股净资产(元)	3.20

相关研究

1. 东华软件(002065): 医疗和金融业务并举, 驱动公司业绩增长 (2020-08-11)
2. 东华软件(002065): 医疗高景气和金融国产化双轮驱动公司成长 (2020-04-29)

关键假设：

假设 1：受益于医改和医疗信息化形势，公司健康业务规模占比将增大。公司的健康业务主要由全资子公司东华医为承担。根据年报披露，2019 年公司健康业务增速约为 25%，其中千万级订单总和占健康行业收入的 50%、客户中有 30%是新增客户。受益于国家医改的逐步深化以及疫情对于诸如医院内部信息化及公共卫生信息化等领域需求的催化，预计公司未来三年健康业务将保持快速增长。

假设 2：金融领域软件国产化之势盛行，金融业务有望持续维持高增长。公司深耕金融领域多年，目前已经成为华为的生态合作伙伴，在金融行业推行国产化进程。此外，公司和华为为深入合作，在宁波建立鹏霄服务器生产基地。未来受益于金融领域国产化的推进、鹏霄服务器的性价比优势，公司金融业务获得快速增长的同时有望实现毛利率的明显改善。

假设 3：能源行业、政府行业、互联网及计算机服务行业、通信行业的业务受益于行业信息化的稳步释放，将保持稳步增长态势。我们预计未来三年公司毛利率将维持在以往水平。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2019A	2020E	2021E	2022E
健康行业	收入	13.8	18.0	23.9	31.3
	增速	25.4%	30.0%	33.0%	31.0%
	毛利率	51.1%	52.5%	52.5%	52.5%
金融行业	收入	43.2	46.7	58.3	73.5
	增速	0.6%	8.0%	25.0%	26.0%
	毛利率	21.2%	23.0%	24.0%	25.0%
能源行业	收入	10.0	10.2	10.9	11.5
	增速	6.0%	2.0%	7.0%	5.0%
	毛利率	27.5%	29.0%	29.0%	29.0%
政府行业	收入	7.0	7.2	7.9	8.6
	增速	16.7%	3.0%	9.0%	10.0%
	毛利率	27.6%	29.0%	29.0%	29.0%
互联网及计算机服务行业	收入	3.1	3.2	3.4	3.6
	增速	3.9%	2.0%	7.0%	5.0%
	毛利率	27.7%	29.0%	29.0%	29.0%
通信行业	收入	5.7	5.6	6.0	6.3
	增速	2.3%	-3.0%	8.0%	5.0%
	毛利率	27.2%	27.0%	27.0%	27.0%
其他	收入	5.5	5.3	5.6	5.9
	增速	-14.9%	-5.0%	6.0%	5.0%
	毛利率	21.5%	22.0%	22.0%	22.0%
非主营业务收入	收入	0.05	0.04	0.1	0.1
	增速	-69.2%	-	-	-

单位：亿元		2019A	2020E	2021E	2022E
	毛利率	56.3%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	收入	88.5	96.1	116.1	140.8
	增速	4.5%	8.6%	20.8%	21.2%
	毛利率	27.7%	30.5%	30.9%	31.7%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8849.01	9610.79	11610.87	14076.20	净利润	577.74	542.64	604.65	840.34
营业成本	6395.40	6683.53	8026.34	9607.67	折旧与摊销	112.37	79.94	79.94	79.94
营业税金及附加	24.58	24.70	29.63	36.54	财务费用	76.00	14.13	16.49	16.83
销售费用	343.86	374.82	452.82	534.90	资产减值损失	-205.21	196.76	187.36	165.11
管理费用	520.27	1153.30	1381.69	1660.99	经营营运资本变动	-748.03	-494.35	-1700.71	-2031.39
财务费用	76.00	14.13	16.49	16.83	其他	489.53	-285.31	-309.10	-223.50
资产减值损失	-205.21	196.76	187.36	165.11	经营活动现金流净额	302.40	-272.55	-1241.90	-1255.97
投资收益	10.00	62.45	82.45	63.70	资本支出	71.30	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	18.68	9.34	10.90	11.68	其他	-196.73	94.08	93.34	75.38
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-125.43	94.08	93.34	75.38
营业利润	614.30	442.26	527.24	794.97	短期借款	227.26	278.53	1674.71	1812.67
其他非经营损益	23.82	144.05	130.85	117.41	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	638.12	586.31	658.09	912.38	股权融资	3.74	0.00	0.00	0.00
所得税	60.37	43.68	53.44	72.04	支付股利	-311.09	-116.74	-109.65	-122.18
净利润	577.74	542.64	604.65	840.34	其他	60.85	-41.85	-16.49	-16.83
少数股东损益	-5.96	-5.60	-6.24	-8.67	筹资活动现金流净额	-19.25	119.95	1548.57	1673.65
归属母公司股东净利润	583.70	548.23	610.89	849.01	现金流量净额	158.57	-58.52	400.02	493.07
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1980.68	1922.16	2322.17	2815.24	成长能力				
应收和预付款项	7144.19	7728.00	9326.75	11303.74	销售收入增长率	4.47%	8.61%	20.81%	21.23%
存货	5297.89	5555.47	6706.14	8010.77	营业利润增长率	17.96%	-28.01%	19.21%	50.78%
其他流动资产	153.79	142.82	172.54	209.17	净利润增长率	-27.58%	-6.08%	11.43%	38.98%
长期股权投资	150.12	150.12	150.12	150.12	EBITDA 增长率	0.34%	-33.18%	16.28%	42.98%
投资性房地产	25.56	25.56	25.56	25.56	获利能力				
固定资产和在建工程	292.24	254.74	217.24	179.75	毛利率	27.73%	30.46%	30.87%	31.75%
无形资产和开发支出	762.69	720.71	678.74	636.76	三费率	10.62%	16.05%	15.94%	15.72%
其他非流动资产	1027.85	1027.38	1026.92	1026.45	净利率	6.53%	5.65%	5.21%	5.97%
资产总计	16835.00	18274.80	21645.11	25614.39	ROE	6.02%	5.41%	5.75%	7.48%
短期借款	2072.52	2351.05	4025.77	5838.43	ROA	3.43%	2.97%	2.79%	3.28%
应付和预收款项	3134.09	3391.35	4048.37	4889.39	ROIC	6.26%	3.94%	4.07%	5.12%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	9.07%	5.58%	5.37%	6.34%
其他负债	2029.42	2319.00	2796.77	3333.33	营运能力				
负债合计	7236.03	8250.78	11126.09	14377.21	总资产周转率	0.54	0.55	0.58	0.60
股本	3115.48	3115.48	3115.48	3115.48	固定资产周转率	34.64	44.83	65.64	100.99
资本公积	2157.92	2157.92	2157.92	2157.92	应收账款周转率	1.54	1.56	1.65	1.65
留存收益	4249.60	4681.10	5182.34	5909.16	存货周转率	1.28	1.22	1.31	1.30
归属母公司股东权益	9523.85	9954.50	10455.74	11182.57	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.69%	—	—	—
少数股东权益	75.12	69.52	63.29	54.62	资本结构				
股东权益合计	9598.97	10024.02	10519.02	11237.18	资产负债率	42.98%	45.15%	51.40%	56.13%
负债和股东权益合计	16835.00	18274.80	21645.11	25614.39	带息债务/总负债	28.64%	28.49%	36.18%	40.61%
					流动比率	2.05	1.98	1.78	1.66
					速动比率	1.31	1.22	1.09	1.02
					股利支付率	53.30%	21.29%	17.95%	14.39%
业绩和估值指标					每股指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	802.67	536.33	623.67	891.74	每股收益	0.19	0.18	0.20	0.27
PE	67.63	56.77	50.95	36.66	每股净资产	3.06	3.20	3.36	3.59
PB	4.14	3.13	2.98	2.78	每股经营现金	0.10	-0.09	-0.40	-0.40
PS	4.46	3.09	2.56	2.11	每股股利	0.10	0.04	0.04	0.04
EV/EBITDA	47.95	56.78	50.87	37.06					
股息率	0.79%	0.39%	0.35%	0.39%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn