

公司研究/首次覆盖

2020年05月12日

计算机软硬件/计算机应用 II

投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 13.75  
合理价格区间(元): 18.72~19.80

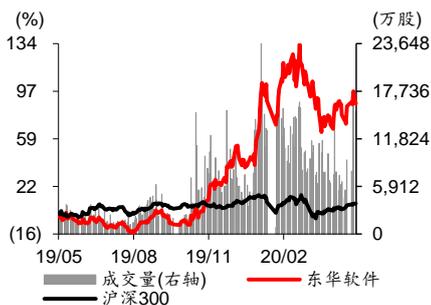
**谢春生** 执业证书编号: S0570519080006  
研究员 021-29872036  
xiechunsheng@htsc.com

**郭雅丽** 执业证书编号: S0570515060003  
研究员 010-56793965  
guoyali@htsc.com

**郭梁良** 执业证书编号: S0570519090005  
研究员 021-28972067  
guoliangliang@htsc.com

**金兴** 010-56793957  
联系人 jinxing@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 助力鲲鹏, 成人达己

## 东华软件(002065)

### 东华与华为鲲鹏合作, 有望迎来二次腾飞机遇

东华与华为鲲鹏合作的意义在于 1) 服务器产销是全新业绩增长点。2) 扩大软件市场份额。公司软件率先融入鲲鹏的同时, 也将受益鲲鹏计算产业的成长, 在不断磨合中抢占先机。3) 云 MSP 转型良机。传统 IT 服务公司以系统集成和软件开发业务为主, 毛利率低, 人效低。借助华为生态, 公司有望加速转型。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.36、0.44、0.51 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

### 公司是国内首屈一指的 IT 集成商

首屈一指的 IT 集成商, 掌握优质客户资源。公司在全国拥有 70 余家分支机构, 形成遍布全国的营销服务渠道。渠道之外, 凭借长期积累的客户资源以及对行业的深刻理解, 公司能够高效对接上游产品与下游需求, 快速打通巨头们与行业客户间的隔阂。对于腾讯、华为等之前不涉足行业 IT 市场的科技巨头来说, 与优秀的集成商合作是双赢之举。

### 腾讯参股共探云医疗, 后疫情时代发展潜力大

2017 年, 公司与腾讯签订协议, 合作正式启动。2019 年 3 月双方联合发布 iMedical Cloud, 同时上线云 HIS, “一链三云”战略逐步落地。通过与腾讯的合作, 公司在原有高端客户的基础上, 能够服务更多中小客户, 提高产品化率, 提高业绩弹性。新冠疫情突发, 东华积极抗疫, 此次疫情也给互联网医疗、区域卫生、医保控费等医疗 IT 细分领域带来了机会, 行业有望保持高景气。

### 有望在 IT 国产化浪潮中占得先机, 首次覆盖给予“买入”评级

我们预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 101.75、119.97、140.87 亿元, 实现归母净利润 11.37、13.83、16.01 亿元, 对应 EPS 0.36、0.44、0.51 元, 对应 PE 38、31、27 倍。我们选择政务 IT 系统集成商太极股份、中国软件、华宇软件和国产计算机硬件生产商中国长城作为可比公司。可比公司 2020 年 Wind 一致预期平均市盈率为 52 倍。考虑到公司与华为鲲鹏合作, 有望在行业 IT 国产化浪潮中占得先机, 给予公司 2020 年 52-55 倍目标 PE, 对应目标价 18.72-19.80 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示: 鲲鹏生态落地进度低于预期; 下游支付能力不及预期; 商誉减值风险。

## 公司基本资料

总股本 (百万股)	3,115
流通 A 股 (百万股)	2,808
52 周内股价区间 (元)	6.25-17.20
总市值 (百万元)	42,838
总资产 (百万元)	910.54
每股净资产 (元)	3.11

资料来源: 公司公告

## 经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	8,471	8,849	10,175	11,997	14,087
+/-%	16.19	4.47	14.98	17.91	17.42
归属母公司净利润 (百万元)	806.41	583.70	1,137	1,383	1,601
+/-%	21.48	(27.62)	94.71	21.67	15.77
EPS (元, 最新摊薄)	0.26	0.19	0.36	0.44	0.51
PE (倍)	53.12	73.39	37.69	30.98	26.76

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

东华软件：助力鲲鹏，成人达己 .....	4
核心观点 .....	4
区别于市场的观点 .....	4
盈利预测与投资建议 .....	4
东华软件：国内首屈一指的综合性 IT 集成商 .....	5
内生外延并行，牵手腾讯、华为 .....	5
实控人稳定，腾讯直接持股 .....	6
商誉减值风险逐步释放 .....	6
乘 IT 国产化大潮，发展进入加速器 .....	7
牵手华为鲲鹏 .....	8
东华与华为具有长期紧密合作关系 .....	8
鹏霄服务器有望成为新的增长点 .....	9
助力鲲鹏，成人达己 .....	10
东华医为：服务顶级客户，前瞻探索云 HIS .....	11
携手腾讯探索云医疗 .....	12
东华抗疫，多点发力 .....	14
疫情后互联网医疗落地有望加速 .....	15
盈利预测与估值 .....	16
收入预测 .....	16
风险提示 .....	19
PE/PB - Bands .....	19

## 图表目录

图表 1: 东华软件 2019 年营收构成及业务布局.....	5
图表 2: 东华软件规模较大的并购事件.....	5
图表 3: 东华软件股权结构 (2019 年报).....	6
图表 4: 东华软件账面商誉来源.....	6
图表 5: 东华软件 2009-2019 营收及增速.....	7
图表 6: 东华软件 2009-2019 归母净利润及增速.....	7
图表 7: 东华软件 2009-2019 现金流情况.....	7
图表 8: 东华软件 2006-2019 毛利率、净利率及费用率.....	7
图表 9: 硬件开放、软件开源、使能伙伴.....	8
图表 10: 从华为合作伙伴大会更名看合伙关系转变.....	9
图表 11: 东华、华为联合解决方案案例.....	9
图表 12: 华为鲲鹏生态对各类企业的影响.....	10
图表 13: 东华医为发展历程——标志事件与案例.....	11
图表 14: 东华医为全生态产品.....	12
图表 15: 东华医为合作机构分布情况 (2019 年).....	12
图表 16: 东华软件与腾讯合作进展.....	13
图表 17: “一链三云”产品架构.....	13
图表 18: iMedical Cloud 架构.....	14
图表 19: 东华抗疫, 医疗 IT 之外, 多点发力.....	14
图表 21: 东华软件分业务收入预测.....	17
图表 22: 毛利率假设.....	18
图表 23: 费用率假设.....	18
图表 24: 可比公司估值表.....	18
图表 25: 东华软件历史 PE-Bands.....	19
图表 26: 东华软件历史 PB-Bands.....	19

## 东华软件：助力鲲鹏，成人达己

### 核心观点

**首屈一指的 IT 集成商，掌握优质客户资源。**公司在全国拥有 70 余家分支机构，形成遍布全国的营销服务渠道。渠道之外，凭借长期积累的客户资源以及对行业的深刻理解，公司能够高效对接上游产品与下游需求，快速打通巨头们与行业客户间的隔阂。对于腾讯、华为等之前不涉足行业 IT 市场的科技巨头来说，与优秀的集成商合作是双赢之举。

**与华为鲲鹏合作迎来二次起飞机遇。**东华与华为鲲鹏合作的意义在于 1) 服务器产销是全新业绩增长点。2) 扩大软件市场份额。公司软件率先融入鲲鹏的同时，也将受益鲲鹏计算产业的成长，在不断磨合中抢占先机。3) 云 MSP 转型良机。传统 IT 服务公司以系统集成和软件开发业务为主，毛利率低，人效低。借助华为生态，公司有望加速转型。

**东华医为探索云医疗，后疫情时代发展潜力大。**2019 年 3 月，公司与腾讯联合发布 iMedical Cloud。通过与腾讯合作，探索基于公有云部署的云 HIS 解决方案，使公司能够服务更多长尾医院，提高产品化能力，提高业绩弹性。2020 年，电子病历升级需求仍可持续，DRGs 落地在即，医疗信息化行业有望保持高景气。另外，新冠疫情后，互联网医疗、区域卫生、医保控费等领域有望加速发展。

### 区别于市场的观点

**市场认为东华和华为的合作更多在于服务器生产业务的增量。**对于华为鲲鹏生态推进，市场普遍认识到硬件业务和生态融入带来的直接增量，包括硬件产销以及适配鲲鹏的解决方案推广。

**我们还看好模式升级。**我们认为，在确定的增量业务之外，对集成商而言，鲲鹏生态推进是云 MSP 转型良机。传统 IT 服务公司以系统集成和软件开发业务为主，毛利率低，人效低。但在服务客户的过程中积累的经验，建立的高粘性信任关系，成为云时代业务升级的资本。借助华为生态，公司有望加速转型。

### 盈利预测与投资建议

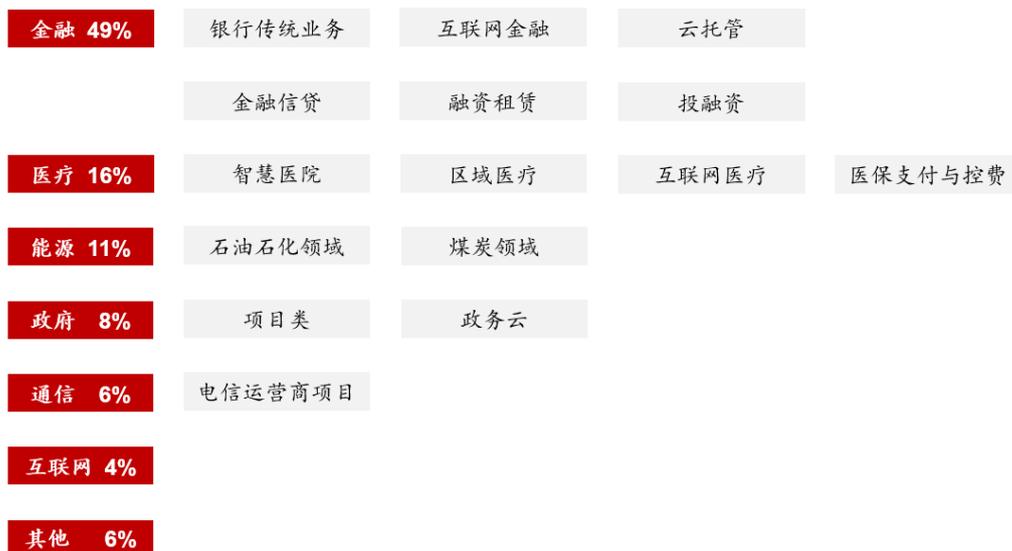
我们预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 101.75、119.97、140.87 亿元，实现归母净利润 11.37、13.83、16.01 亿元，对应 EPS0.36、0.44、0.51 元，对应 PE38、31、27 倍。

我们选择政务 IT 系统集成商太极股份、中国软件、华宇软件和国产计算机硬件生产商中国长城作为可比公司。可比公司 2020 年 Wind 一致预期平均市盈率为 52 倍。考虑到公司与华为鲲鹏合作，有望在行业 IT 国产化浪潮中占得先机，给予公司 2020 年 52-55 倍目标 PE，对应目标价 18.72-19.80 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 东华软件：国内首屈一指的综合性 IT 集成商

东华软件是国内资质齐全、客户优质的大型综合集成商。公司成立于 2001 年，专注软件服务业，同时紧跟技术趋势，积极布局云计算、大数据等新领域。公司客户资源丰富，下游行业覆盖金融、健康、能源、政府、互联网、通信等。公司资质齐全，是国内较早通过 CMMI 5 级认证的软件企业之一，获得信息系统集成“特一级”资质（2019 年全国 8 家），具有涉密计算机信息系统集成甲级资质及软件开发单项资质。

图表1：东华软件 2019 年营收构成及业务布局



资料来源：Wind、华泰证券研究所；注：板块百分比为 2019 年营收占比

## 内生外延并行，牵手腾讯、华为

**1) 设立子公司开枝散叶。**自上市以来，公司持续在全国各地成立各类子公司，布局新技术，开展周边地区业务工作，构建营销服务网络。通过与各地政府签订相关合作协议，子公司往往落地产业聚集区，有效利用当地税收、人才、用地等方面的优惠政策，享受行业红利。

**2) 并购拓宽业务。**公司前期的并购更多在于巩固原有业务，比如收购联银通以加强银行 IT 软件研发实力，收购神州新桥获取网络系统集成能力。2015 年前后，公司筹划多起跨度较大的并购，包括收购威锐达，新增风电机组监测产品，收购至高通信，补足公司“端”侧短板。

**3) 牵手腾讯、华为，与巨头强强联合。**公司与一流供应商在新技术、新产品方面长期合作，从而提升议价能力与竞争力。随着合作的加深，以及传统 C 端巨头布局 B 端的趋势，双方不再局限于上下游关系。华为方面，2002 年，双方首度合作，随后关系不断升级。腾讯方面，2017 年，双方签订战略合作协议，实现多领域合作，尤其在医疗领域。

图表2：东华软件规模较大的并购事件

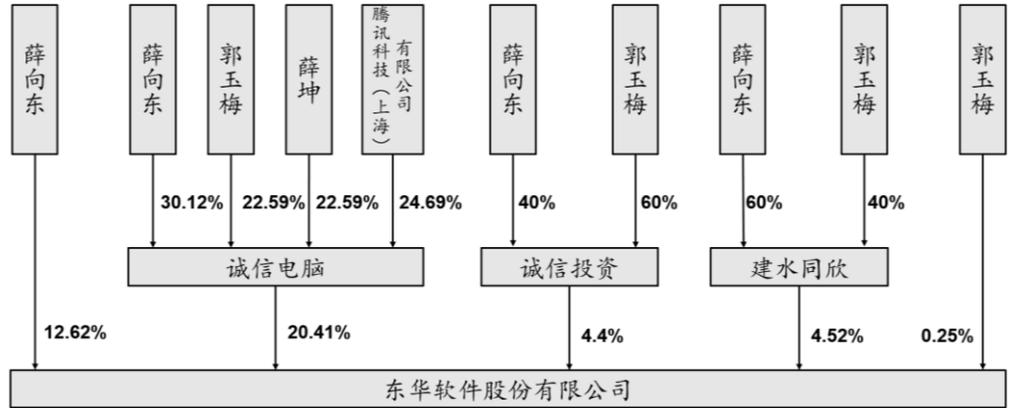
年度	标的	主营业务
2008	联银通	银行 IT 软件开发与服务
2011	神州新桥	网络系统集成
2014	威锐达	风电机组监测及诊断服务
2015	至高通信	移动终端解决方案
2015	万兴新锐	区域卫生信息化
2018	中能博泰	工业大数据分析

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

### 实控人稳定，腾讯直接持股

公司实际控制人为薛向东及其家族，股权结构相对简单稳定。2018年5月，公司与腾讯签署增资协议，腾讯科技认购诚信电脑24.69%股份，间接持股东华软件。2020年1月，公司发布公告，腾讯科技以协议方式受让建水同欣、薛向东、郭玉梅持有的公司股份，并同步从东华诚信退出。股份受让后，腾讯科技将直接持有公司总股本5.04%的股份。

图表3：东华软件股权结构（2019年报）



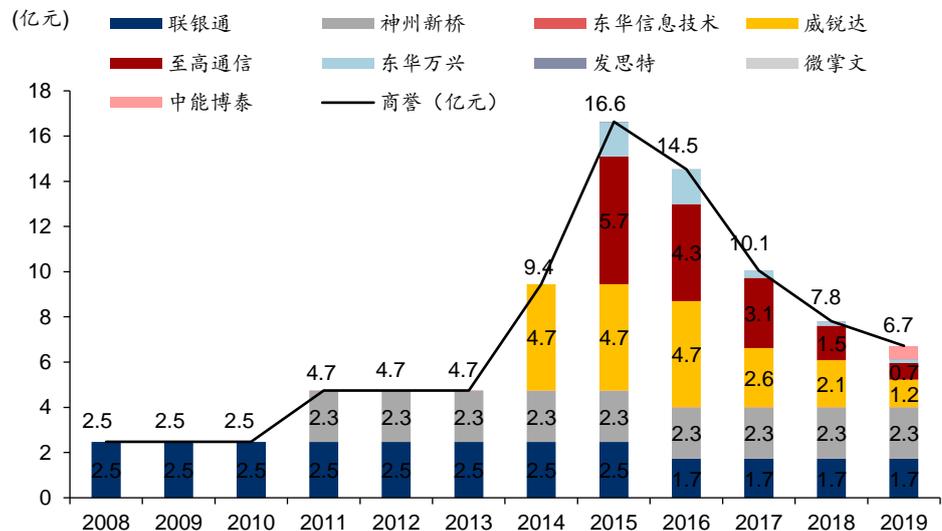
资料来源：Wind、华泰证券研究所

### 商誉减值风险逐步释放

商誉减值拖累业绩，2019年计提1.65亿元，风险进一步释放。2015年公司商誉账面价值高达16.6亿元。收购标的高通信在2016、2017年未完成业绩承诺，扣非归母净利润为6205、1014万（对应承诺10544、12653万元），触发股份及现金补偿，2018年公司合计收到现金补偿9369万元。并购标的业绩下滑叠加后续商誉减值，拖累公司业绩。2019年公司计提减值准备1.65亿元，账面商誉尚余6.7亿元。

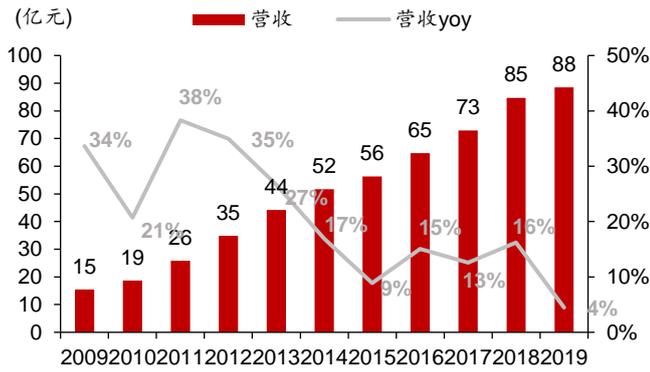
长期营收稳健，金融、医疗板块发展强势。总体来看，2003至2019年，营收CAGR达26%，归母净利润CAGR达19%，长期营收稳健。其中金融医疗板块发展尤为迅速，2007至2017年，两板块（2017年前合并披露）营收占比由2007年的19%上升至2019年的64%。近年毛利率出现一定下滑，这与公司项目结构变化、行业竞标激烈有一定关系。

图表4：东华软件账面商誉来源



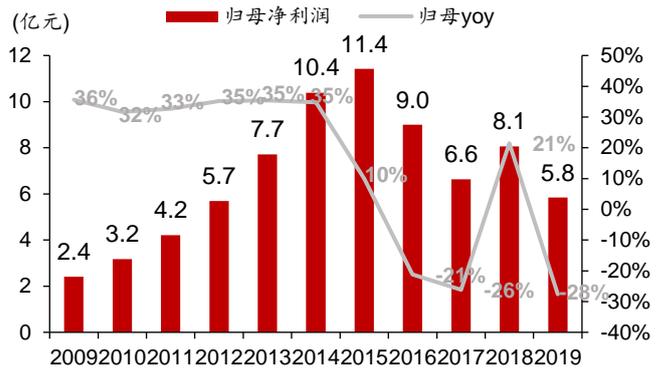
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表5: 东华软件 2009-2019 营收及增速



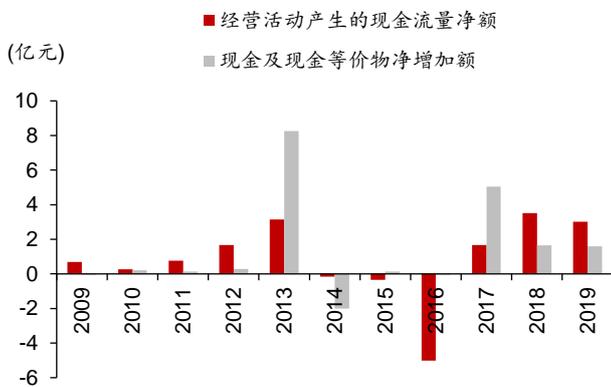
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表6: 东华软件 2009-2019 归母净利润及增速



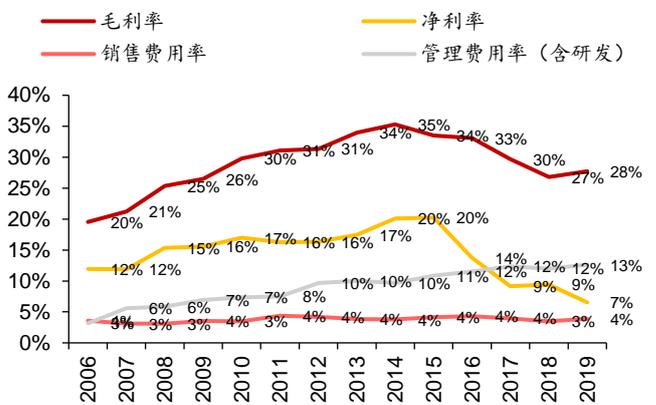
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表7: 东华软件 2009-2019 现金流情况



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表8: 东华软件 2006-2019 毛利率、净利率及费用率



资料来源: Wind、华泰证券研究所

### 乘 IT 国产化大潮，发展进入加速器

华为入局信创，集成商时来运转。IT 集成商由于商业模式缺乏扩张弹性，其行业解决方案能力往往受到市场的低估。在国产化 IT 体系全面替代的背景下，鲲鹏生态的扩张需要依赖集成商的解决方案能力和客户资源，集成商价值有望迎来重估。

掌握多行业 IT 解决方案，东华软件“带货”能力强。公司在全国拥有 80 余家分支机构，形成遍布全国的营销服务渠道。渠道之外，凭借长期积累的客户关系以及对行业的深刻理解，公司能够有效对接上游产品与下游需求，快速打通巨头们与行业客户间的隔阂。以医疗领域为例，公司服务了 500+ 医院，相比于同行业其他公司，东华的顶级医院覆盖率很高，三级医院的信息需求更大，同时优质客户的成功案例容易形成标杆效应。对巨头而言，公司是理想的合作伙伴。生态合作伙伴有望迎来明确业务增量，另一方面有望依托业务增量完成商业模式蜕变。

## 牵手华为鲲鹏

**鲲鹏生态的构建需要多方共同努力。**在全球 IT 生态由一极向两极演变的过程中，华为积极推进鲲鹏计算产业建设。鲲鹏计算产业是指基于华为自研鲲鹏处理器的全栈 IT 基础设施、行业应用及服务。鲲鹏计算产业的底层处理器芯片是基于 ARM 架构设计的，X86 是其对立阵营。面对称霸几十年的强大 Wintel 生态(基于 X86 架构)，构建鲲鹏生态需要多方戮力同心。

**华为坚持“硬件开放、软件开源、使能伙伴”的战略思路：**

- 1) 硬件开放：**开放服务器、PC 主板，优先支持整机厂自有品牌。截至 2020 年 3 月 27 日华为开发者大会，全球已有 11 家整机伙伴推出产品。
- 2) 软件开源：**开源操作系统，开放编译器、JDK、软件库等基础工具。openEuler 开源社区已在 2019 年 12 月正式上线。
- 3) 使能伙伴：**在行业应用层面，华为提供迁移支持，提供开发、测试、验证环境，聚合行业 ISV，培育行业开发者。

**图表9： 硬件开放、软件开源、使能伙伴**



资料来源：华为、华泰证券研究所

## 东华与华为具有长期紧密合作关系

**20 年陪伴建立紧密合作。**通过近 20 年的时间，从渠道开始，到联合解决方案，再到鹏霄服务器，双方已形成了软硬件多方位的合作。

**从渠道商到生态伙伴，抓住每一次合作升级。**从 2011 年华为企业业务 BG 刚成立后的第一届渠道大会，到合作伙伴大会、生态伙伴大会，再到华为生态大会，大会名字几次改变。更名背后，是华为伙伴日益凸显的价值。公司与华为一同成长，合作不断升级。2002 年，公司与华为首次合作。2013 年，公司成为华为金牌经销商，2014 年获得 CSP 网络 4 钻认证及 CSP IT 3 钻认证。2015 年，合作升级，公司成为首批“五钻认证服务商”（共九家）。2017 年华为生态伙伴大会上，东华软件等 11 家公司共同发表“长沙宣言”。

**图表10：从华为合作伙伴大会更名看合伙关系转变**

资料来源：华泰证券研究所

**针对行业应用推出联合解决方案。**2015年4月，公司与华为的第一个联合解决方案诞生，这也是公司第一次与硬件厂商联合推出方案。随后，公司与华为在多领域实施联合部署，涉及医疗、电力、智慧城市、金融等。

**扩大鲲鹏底层软件适配。**作为华为鲲鹏战略级 ISV 合作伙伴，公司已在金融、水利等方面推出多个解决方案，积极参与鲲鹏生态的适配工作。2019年10月24日，公司联合华为发布两个基于鲲鹏生态的联合解决方案，未来公司上千个应用软件将陆续在鲲鹏上进行测试。

**图表11：东华、华为联合解决方案案例**

领域	日期	案例
医疗	2015年4月28日	与华为一同发布数字化医院联合解决方案。该方案以华为为高端八路服务器+华为 FusionSphere 云平台+华为 OceanStor 融合存储双活方案为主体形成 ICT 基础平台，搭载东华 iMedical8.0.0 应用系统。
	2016年5月24日	携手华为，助力南京鼓楼医院建设容灾数据中心
金融	2017年7月10日	东华助力华为联袂打造中国邮政储蓄银行新一代信息网络系统，华为公司依托业界最具竞争力的 SDN 技术独家绑定支持东华。
	2019年10月24日	公司联合华为发布两个基于鲲鹏生态的联合解决方案，《华为&东华软件用户画像系统联合解决方案》、《华为&东华软件智能数据接入平台联合解决方案》
智慧城市	2016年7月19日	华为与东华软件等数家合作伙伴现场签约，共同建立华为智慧城市生态圈，将联手发布一系列联合解决方案，涵盖智慧政务、平安城市、城市运行中心、智慧环保等智慧城市的方方面面。
电力能源	2015年11月11日	东华软件携手华为，助力大唐国际构建“智慧电厂”
	2017年3月18日	携手华为，中标国家电子政务外网二期云平台项目
政府	2016年2月29日	成功中标江苏省公安厅 1109 通用硬件（涉密）项目，华为独家绑定支持东华。一举奠定了东华与华为在江苏省公安行业的战略地位。
	2018年2月24日	东华携手华为助力咸宁市，打造湖北政务云大数据建设新标杆。与华为公司关于“咸宁市政府大数据中心云平台”项目的成功合作，为咸宁市政府大数据中心提供了融合的政务云和大数据解决方案

资料来源：东华软件官网、华为官网、华泰证券研究所

### 鹏霄服务器有望成为新的增长点

**“鹏霄”落地顺利。**鹏霄服务器目标市场为政务、金融、电信运营商、云服务商、企业，目前宁波鹏霄服务器已首发首用，崂山基地项目同样在快速推进中。

**宁波“鹏霄”首发首用，目标出货量3年10-30万台。**2020年1月9日，公司在宁波推出首批“鹏霄”服务器，并在宁波市政务云上首次应用。1月9日公告显示，公司分别与宁波银行、中国移动宁波分公司、中国联通宁波分公司、中国电信宁波分公司等签署合作框架协议，合作伙伴将优先购买或推动进入总部采购目录。2020-2022年目标总出货量达到10-30万台。

**青岛崂山迎第二总部，助力“鹏霄”落地。**2020年2月7日，公司与青岛市工信局、崂山区政府签订合作协议，公司拟在青岛市投资30亿打造东华产业园区，意在构建公司“第二总部”。东华产业园项目获地方大力支持，青岛和崂山招商引资不遗余力，实施“顶格配置”，强力推进项目建设。项目分为5大板块，其中崂山“鹏霄”服务器将落地于东华信息创新生态基地。根据合作协议，基地运营5年后，总业务收入预计超100亿元。

## 助力鲲鹏，成人达己

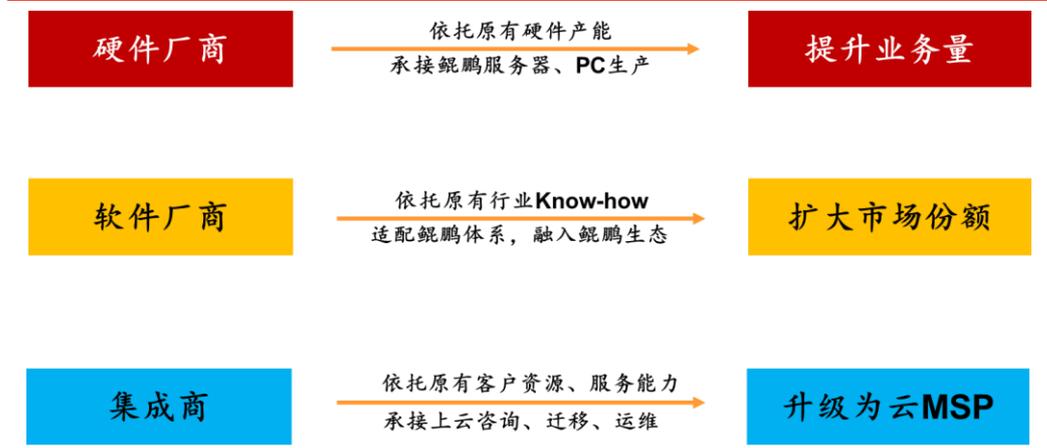
公司借助与华为的合作，能够实现三方面发展：

**1) 新增服务器产销业务。**服务器生产、销售是公司全新业务，公司也会在硬件基础上同时提供其他服务。目前宁波的鹏霄服务器已经使用，青岛崂山基地也在快速推进中。

**2) 扩大软件市场份额。**鲲鹏生态不断完善的过程中，越来越多的基础软件和应用软件会适配鲲鹏体系。基于长期的下沉服务，传统集成商积累了对行业的理解以及一批忠实的客户，其开发的应用软件也成为鲲鹏生态不可或缺的一部分。公司软件率先融入鲲鹏的同时，也将受益鲲鹏计算产业的成长，在不断磨合中抢占先机。

**3) 云MSP转型良机。**传统IT服务公司以系统集成和软件开发业务为主，毛利率低，人效低。但在服务客户的过程中积累了丰富的行业软件开发经验，与客户建立了高粘性的信任关系，这成为云时代业务升级的资本。借助华为生态，成为鲲鹏云MSP，公司有望加速转型。业务模式上，可以向上云咨询、云迁移、云灾备、云运维拓展；商业模式上，可以多元化收费模式，提升毛利率较高的咨询费与运维费占比，完成公司基因的蜕变。

图表12：华为鲲鹏生态对各类企业的影响

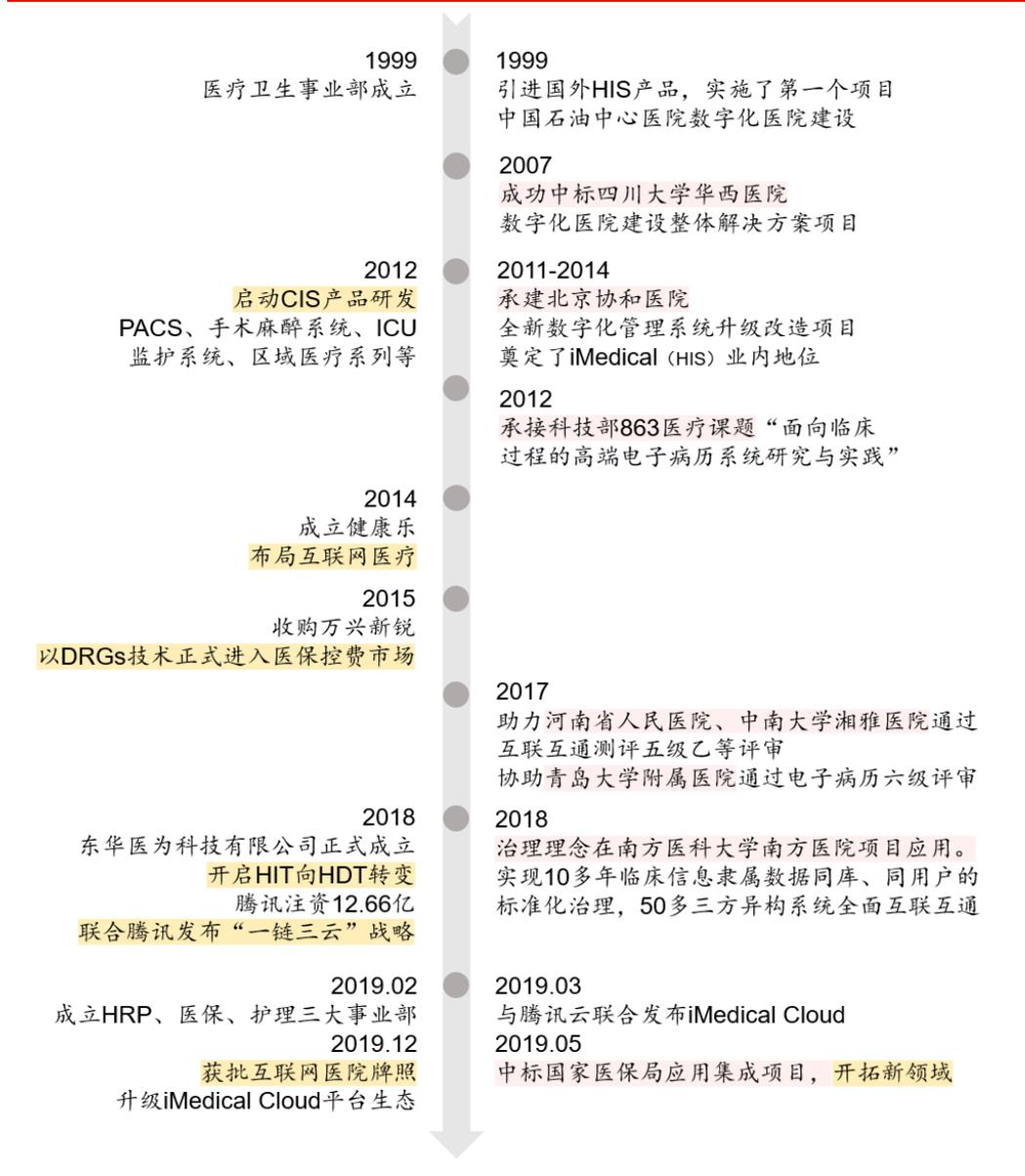


资料来源：华泰证券研究所

## 东华医为：服务顶级客户，前瞻探索云 HIS

东华医为前身为公司1999年成立的医疗卫生事业部。20年来，东华医为通过收购万兴新锐以及产品自研，积极布局CIS、电子病历、DRGs等领域，形成全面产品线。2018年，东华医为科技有限公司正式独立，主动寻变，开启HIT到HDT的新征程。

图表13：东华医为发展历程——标志事件与案例



资料来源：东华医为官网、华泰证券研究所

东华医为目前有四条产品线，形成全生态布局。公司产品和解决方案主要划分为四个板块，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族，产品面向医疗机构、卫健委、医保局、保险公司、医生、患者等医疗体系参与者。

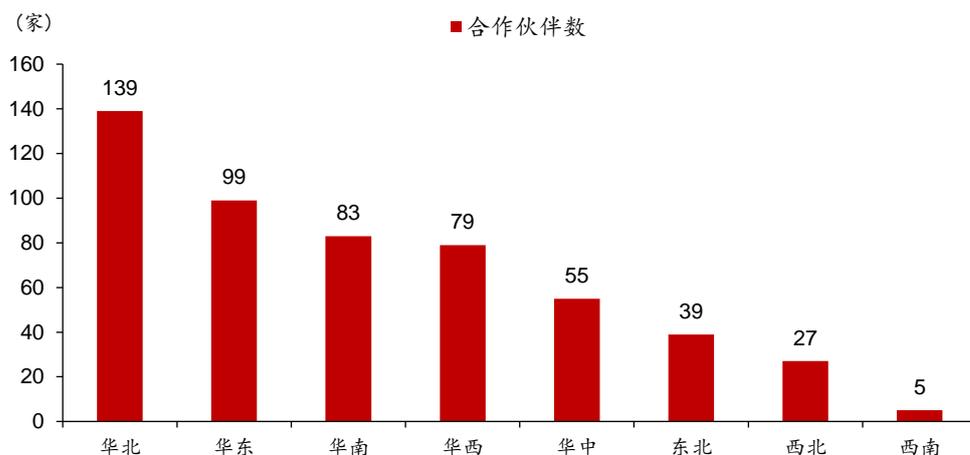
**图表14： 东华医为全生态产品**

产品线	面向	产品
智慧医院	医疗机构	iMedical 8.2P (数据驱动医院整体解决方案)、iHIS、CIS、HRP、医政管理系统、医院协同解决方案、数据中心方案、DBA、售后服务等
区域医疗	卫健委	MRP (远程会诊、区域检验协同、区域医改监测、区域药品监管、区域卫生综管等)、DRG、个人健康记录平台、社区保健系统
医保控费	医保局 保险公司	基于iDRG的医保控费咨询规划方案 基于iDRG的医政综合产品解决方案
互联网医疗	个人 医生、医院	APP (健康乐、医为、云随访、乐随访)、问答服务、 互联网医疗 (各类平台、窗口、网站)、云诊所、云HIS等

资料来源：东华医为官网、华泰证券研究所

**顶级医疗机构客户高覆盖。**20 年来，公司积累了大批医院客户，多达 500 家，其中三甲医院 300 多家，包括北京协和医院、四川华西医院、解放军总医院（301 医院）等全国知名大型三甲医院。2017 年，在艾力彼发布的顶级医院排行榜百强医院中，公司客户占比达到 32%。相比于友商，东华的顶级医院覆盖率很高，优质客户的成功案例容易形成标杆效应。

**图表15： 东华医为合作机构分布情况（2019 年）**



资料来源：东华医为官网、华泰证券研究所

### 携手腾讯探索云医疗

**巨头加速寻找合作伙伴。**近几年，科技巨头通过控股、参股、培育生态等各种方式，布局产业互联网，加码 2B、2G 市场。公司拥有的 B 端流量，恰恰是互联网巨头欠缺的，对某些细分行业的理解也进入了互联网巨头的知识盲区，为公司带来了一定的话语权。

**合作腾讯，提高扩张弹性。**大型三甲医院的信息系统往往比较复杂，同时因为各个医院的特色不同，存在特殊需求，偏好定制化系统部署，一定程度上使得项目无法快速复制，业绩弹性不足。通过与腾讯合作，东华提高产品化能力，云 HIS 产品部署效率高，有望提高业绩弹性。

**合作进展：**2017 年 12 月双方签署协议，合作正式开启。2018 年 7 月，东华医为联合腾讯提出“一链三云”战略以及六大联合解决方案。2019 年 3 月，双方联合发布大健康医疗服务互联网云生态平台 iMedical Cloud，并正式启动云 HIS 的上线运行，“一链三云”战略加速落地。

**图表16： 东华软件与腾讯合作进展**

公告日期	事件
2017年12月7日	与腾讯签署战略合作协议
2018年5月26日	与腾讯云签署腾讯东华医疗云、智慧城市、能源云、金融大数据等领域《合作协议》
2018年5月28日	腾讯科技拟12.66亿元认购诚信电脑24.69%股权
2018年7月25日	合作协议进展公告，披露东华医为“一链三云”具体合作内容
2018年7月26日	东华医为与腾讯云、九州通签署战略框架合作协议
2018年10月17日	合作协议的进展公告，披露医疗、金融、智慧城市具体合作进展
2018年11月6日	与西安高新区、腾讯云签订三方战略合作框架协议
2018年12月20日	与腾讯云联合中标
2019年3月1日	东华医为、腾讯联合发布iMedical Cloud暨云HIS产品
2019年6月	“健康链·hBlock”正式上线，领跑医疗大健康行业区块链布局
2020年1月11日	腾讯直接持股上市公司

资料来源：Wind、华泰证券研究所

**“一链三云”战略**

- 1) **一链**：指健康链。通过引入区块链技术，保障数据真实性和合理利用。
- 2) **三云**：2G 卫生云、2B 医疗云和 2C 健康云。
- 3) **一链三云**：以健康链为纽带，链接面对不同群体的三云，支持联盟内病历共享、处方流转、商保交易。东华医为、腾讯将与国内多个顶级医疗机构共建“健康链应用联盟”。

**三云落地于六大联合解决方案**

基于“一链三云”战略，针对政府、医疗机构、患者等不同群体，提出六个解决方案。

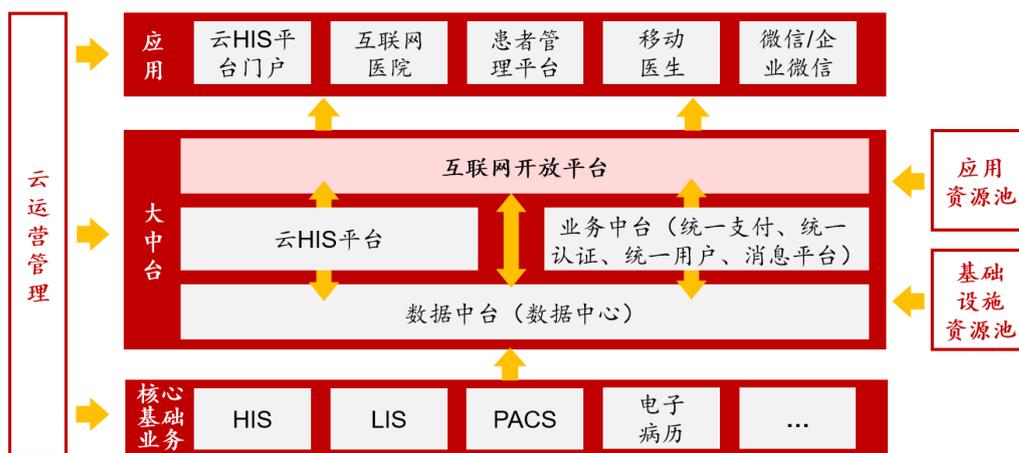
**图表17：“一链三云”产品架构**



资料来源：腾讯云、华泰证券研究所

**iMedical Cloud 探索云 HIS。** iMedical Cloud 是一个医院信息系统开放云平台，通过云 HIS 和健康链构建出应用场景，主要功能是业务云协同和数据云协同。iMedical Cloud 作为一个开放的云平台，会公布标准接口、标准微服务器接口，第三方服务商可以向买单方提供服务，共享生态。iMedical Cloud 发布同时，云 HIS 正式上线。云 HIS 的产品化程度很高，产品升级方便，未来将会推出腾讯觅影、AI 辅助诊断系统、知识图谱、CDSS、云供应链、云 HRP 等更多生态产品和服务。

图表18: iMedical Cloud 架构



资料来源: 东华医为公众号、华泰证券研究所

### 东华抗疫，多点发力

**15 天交付雷、火神山，再援小汤山、地坛等医院。**此次疫情期间，东华子鼠除夕接到通知，紧急动员，承接武汉火神山医院、雷神山医院项目，新 IT 系统 9 天上线，15 天交付。同时再援小汤山、地坛医院，做信息系统的升级扩充或新建，还支持了唐山市人民医院、哈尔滨医科大学附属第一医院等多家医院的抗疫改造工程。此外，公司为 600 多家医院升级了防疫模块，包括发热门诊管理、发热门诊测试、新冠肺炎统计、新冠肺炎诊疗电子病历系统等。

**医疗 IT 之外，多点发力。**在医疗信息系统建设之外，公司还改造车间，转产口罩。同时，公司跟随疫情演化，开发了一系列小程序，上线各类微信小程序、软件模块、大数据防云平台等，助力抗疫、防疫、复工、复产。

图表19: 东华抗疫，医疗 IT 之外，多点发力

案例	概况
Survivial 医用口罩	启用无尘车间，转产医用口罩。
疫情小程序	上线疫情小程序，大多由当地政府、卫健委主办，腾讯提供云支持。
数村小程序	东华智慧城市集团联合腾讯公司迭代升级“数村”小程序疫情专版，提供一码通行、疫情问卷、疫情辟谣、疫情问诊、疫情专区等服务，目前已有超过 2300 余个村庄申请进驻数村，日均浏览量达到 4 万余人次。
云筛查	上线“新冠肺炎”筛查平台，患者微信填写新冠筛查问卷，导诊人员检查后准入门诊
“云·复者”	东华智慧城市集团联合腾讯云，为北京市平谷区科学技术和工业信息化局火速上线北京市“平谷区企业复工管理系统”，打通小程序、企业微信、政务微信三端，全速助力企业轻松复工；协助宁波市国家高新技术产业开发区管理委员会，将复工备案应用搭建到宁波高新区“甬康”微应急平台小程序中；充分利用区政府现有的“珠海香洲”公众号，将“香洲复工备案平台”的应用搭建到原有的香洲区政府公众号中
“上班了”复工小程序	
健康码	东华智慧城市集团联合腾讯云，配合国家健康码多入口一人一码的指导原则，对已经上线的多个微应急平台、农业农村平台、教育安全平台等进行全线升级
皖校康	“皖校康”微应急平台把学生疫情相关健康、个人位置信息、行程轨迹等情况，进行实时动态采集。同时整合其他高校已经开展的工作，形成完整的信息采集、动态监测、研判优化的管理闭环。
三亚大数据管控平台	公共安全事业部研发团队短时间内完成了平台的研发上线工作，后台结合“人、地、物、情、事、组织”和城市防疫事件等管理要素，实现多维数据分析、研判、疫情可视化展示、网格事务管理、大联动业务协同和指挥调度等业务支撑。

资料来源: 东华软件官网、华泰证券研究所

### 疫情后互联网医疗落地有望加速

**互联网医疗是合适应对手段。**此次疫情具有高传染性的特点，因此医院成为交叉感染的高风险区域。普通感冒等轻微病症患者采用在线问诊，送药上门的方式进行诊断和治疗，减少前往医院进行暴露，能够降低感染风险。另一方面，激增的病患数量使得武汉市大型医院不堪重负，轻微症状患者通过互联网医疗方式进行诊疗，也能够有效缓解医院接诊压力。

**政策密集出台推进落地。**此次新冠肺炎突然爆发，互联网医疗走到了疫情防控的前线。国家卫健委4天连发2文，各地也纷纷出台多个互联网医疗政策，鼓励开展互联网诊疗进行疫情防控。其中，广东、山东、江苏等地集中发布互联网医院名单，湖北、上海、浙江等地开通官方互联网诊疗平台，天津甚至11分钟火速审批互联网诊疗项目。

**此次疫情提高了各方的认识，有望推动互联网医院向更高层次发展。**总的来说，从疫情对IT产业趋势影响来看，03年“非典”推动了网络电商的崛起。此次新冠病毒疫情有望推动互联网医院向更高层次发展。

- 1) **对患者而言：**疫情使得更多人认识、接触了互联网医疗，包括在线问诊、药品配送、慢病管理等环节，播下了新医疗习惯的种子，激发了潜在需求。
- 2) **对医疗机构：**疫情期间，包括公司在内，众多医疗IT企业快速建立了免费的互联网医院公有云平台。对医疗机构而言，这也是一次真切的体验，后续会有更多的建设需求。
- 3) **对政府：**我们强调，互联网医疗的核心是医疗资源的去中心化，能应对资源匮乏和不均衡的问题。此次疫情期间，互联网医疗的运行提供了一个很好的考察机会。

**图表20： 新冠肺炎疫情期间国家及各地卫健委出台的互联网医疗政策**

国家卫健委	<b>2月4日《关于加强信息化支撑新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作的通知》</b> 1、各地卫健委网站发布已注册审批的互联网医院、互联网诊疗平台及医院网站链接。 2、医疗机构开展针对新型冠状病毒感染的肺炎的网上义务咨询、居家医学观察指导等服务。 3、鼓励在线开展部分常见病、慢性病复诊及药品配送服务，降低线下就诊交叉感染风险。
国家卫健委	<b>2月7日《关于在疫情防控中做好互联网诊疗咨询服务工作的通知》</b> 1、各地建立全省的互联网医疗服务平台和新型冠状病毒肺炎防控服务管理平台。 2、各省级卫生健康行政部门组织动员省内具备条件的医疗机构，针对发热患者、组织呼吸科、感染科、急诊医学科、重症医学科、精神卫生科及全科医生开展互联网诊疗咨询服务。
湖北	湖北卫健委发布已开通线上发热门诊的2家互联网医院名单，提供线上咨询问诊；武汉市新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控指挥部开通“在线问诊”官方平台。
广东	紧急要求全省互联网医院充分发挥优势，开设网上发热门诊、网上新型冠状病毒感染的肺炎的咨询，首批57家互联网医院已开设。
浙江	浙江政务服务平台“浙里办”上线新型肺炎公共服务与管理平台，并开通“互联网医院新型肺炎通道”，来自全省医院的呼吸内科医生在线回复。
江苏	要求有条件的互联网医院增设发热门诊咨询服务，整合线上线下资源合力防控疫情，已有41家医院上线发热门诊咨询服务。
上海	启动“上海市发热资讯平台”，开通热线电话并同步成立网上门诊“新冠工作室”，提供24小时在线咨询。
天津	快速审批互联网医院诊疗项目，缓解线下门诊压力。
黑龙江	黑龙江卫健委发布《关于开展黑龙江互联网综合门诊平台建设工作的通知》；哈尔滨卫健委印发《关于全市各医疗机构开展互联网门诊线上咨询服务的通知》，鼓励在线问诊。
宁夏	发布在宁夏开启远程义诊通道的8家互联网医院的名单。
山东	发布开通线上发热门诊的医疗机构名单，首批含48家互联网医院，提倡线上问诊、减少不必要的院内聚集。
安徽	发布紧急开通发热门诊的5家互联网医院名单，安排资深专家在线为发热患者提供问诊咨询服务。

资料来源：动脉网、华泰证券研究所

## 盈利预测与估值

### 收入预测

**健康行业：**2018、2019年医疗信息化行业受益于电子病历需求释放而获得快速增长，收入同比增长35%、25%。我们认为未来三年电子病历、互联互通、医保IT建设需求不减，行业有望保持高景气。卫健委要求，到2019年，三级医院需要达到电子应用水平分级评价3级以上；到2020年，三级医院达到4级以上，二级医院达到3级以上，对应市场空间在300亿元以上。考虑项目执行周期在6-12个月左右，大型医院甚至会达到1年以上，因此收入确认一般滞后订单一年。考虑到电子病历评级最高为8级，4级后仍有升级空间，且新冠疫情滞后公共卫生投入有望加大。我们预计2020-2022健康板块收入同比增速分别为30%、30%、25%。

**金融行业：**公司在金融行业解决方案覆盖银行IT、互联网金融、云托管、金融信托IT、反洗钱系统、融资租赁系统、投融资业务管理系统等。2018、2019年金融行业收入增速分别为23%、1%。2019年金融行业国产IT替代尚未开启，金融行业需求较为平稳。而2020年，华为鲲鹏金融行业解决方案逐渐成熟，金融行业国产化IT采购有望率先开启。公司是华为金融开放创新联盟首批合作伙伴，最先适配华为鲲鹏的应用与金融相关。有望率先承接金融行业客户的国产化IT替代需求，并在2021、2022年全面替代阶段迎来更大增量。我们预计2020-2022金融板块收入同比增速分别为15%、20%、20%。

**能源：**能源行业需求较为稳定，2018、2019年增速分别为3%、6%。公司客户包括国家电投、三峡集团、华能集团等行业头部客户。解决方案包括大数据平台、东华-Avatar工业互联网平台等。能源行业下游客户体量大，资本开支较为稳定。新基建有望加速行业工业互联网建设进度，或在一定程度上提升能源行业信息化开支增速。我们预计2020-2022能源板块收入同比增速分别为5%、5%、5%。

**通信：**通信行业收入2018、2019年分别增长9%、2%。2019年公司助力山西移动、山西联通国产化转型，目前仍在项目交付中。运营商5G采购启动，2020三家运营商计划资本支出同比增长12%，参考4G建设周期，5G建设高峰期有望在2022年左右。根据中国电信发布的中国电信服务器（2020年）集中采购项目货物招标集中资格预审公告，2020年招标服务器总规模共计56314台，其中11185台的指标点名给搭载海光Dyana芯片或鲲鹏920芯片的服务器中标。东华建立鹏霄服务器生产基地，具备鲲鹏920芯片服务器生产能力，有望在竞标中获得一定份额。我们预计2020-2022通信板块相比19年有所提速，收入同比增速分别为10%、15%、20%。

**政府：**公司政府业务主要是智慧城市建设，解决方案覆盖数字政府、社会治理、智慧文旅产业、应急安全、数字农业、智慧水利、智慧物流、建筑智能化等领域。2018、2019年收入增速分别为5%、17%。2019年增速的提升是因为2019年国产IT替代在政府领域开始推行。我们预计在国产IT替代，政务云加速普及的过程中，政府IT集成需求和国产软硬件需求有望持续释放，预计2020-2022政府板块收入同比增速分别为20%、15%、10%。

**互联网与计算机：**2018、2019年互联网及计算机服务行业收入分别增长6%、4%，较为平稳。我们认为互联网与计算机行业对IT集成需求较为稳定，预计2020-2022互联网板块收入同比增速分别为5%、5%、5%。

图表21： 东华软件分业务收入预测

营业收入	2018	2019	2020E	2021E	2022E
健康行业	1,101.25	1,380.97	1,795.27	2,333.85	2,917.31
金融行业	4,297.18	4,321.61	4,969.86	5,963.83	7,156.59
能源	942.95	999.85	1,049.85	1,102.34	1,157.46
政府行业	599.81	700.13	840.16	966.18	1,062.80
互联网及计算机服务行业	302.00	313.71	329.39	345.86	363.15
通信行业	560.32	573.25	630.58	725.16	870.20
其他	652.25	554.91	554.91	554.91	554.91
非主营业务收入	14.84	4.57	4.57	4.57	4.57
营收同比增速	2018	2019	2020E	2021E	2022E
健康行业	35.35%	25.40%	30.00%	30.00%	25.00%
金融行业	23.12%	0.57%	15.00%	20.00%	20.00%
能源	3.10%	6.03%	5.00%	5.00%	5.00%
政府行业	5.43%	16.73%	20.00%	15.00%	10.00%
互联网及计算机服务行业	6.28%	3.88%	5.00%	5.00%	5.00%
通信行业	8.66%	2.31%	10.00%	15.00%	20.00%
其他	-1.30%	-14.92%	0.00%	0.00%	0.00%
非主营业务收入	-64.73%	-69.18%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 2、毛利率预测

健康行业：2018、2019 年健康行业毛利率均在 51%左右，较为稳定。随着现有解决方案趋于成熟，毛利率或将缓慢下降。预计 2020-2022 年毛利率分别为 51%、50.5%、50%。

金融行业：2018、2019 年金融行业毛利率均在 21%左右。我们预计，2020 年金融行业国产 IT 替代将逐步开启，初期毛利率或处于较高水平，随着解决方案成熟，毛利率或将有所下降。预计 2020-2022 年毛利率分别为 22%、21.5%、21%。

能源行业：2018、2019 年能源行业毛利率分别为 26%、28%。能源行业解决方案较为成熟，客户以大型客户居多，客户议价能力较强。因此预计 2020-2022 年毛利率每年微降，分别为 27.5%、27.3%、27%。

政府行业：2018-2019 年政府行业毛利率有所上升，分别为 26%、28%。2019 年上升的原因主要原因是公司推出智慧城市中台，交付效率提升。2019 年公司研发出智慧城市核心引擎——东华智慧中台，该产品基于腾讯中台核心能力，融入东华在公共服务支撑组建、行业大数据、行业 AI 领域的长期积累，提升了交付服务的敏捷性。考虑到中台解决方案的不断积累，代码复用率有望进一步提升，从而降低业务扩张对人力投入的以来。未来三年毛利率有望进一步提升，预计 2020-2022 年毛利率分别为 28%、28.5%、28.7%。

互联网及计算机服务行业：互联网行业解决方案较为成熟，毛利率或将保持稳定，2018、2019 年分别为 27、28%。预计 2020-2022 年毛利率分别为 27.5%、27%、27%。

通信行业：通信行业 2018、2019 年毛利率分别为 26.5%、27.6%。通信行业采购规模较大，毛利率或在 2019 年基础上有所降低，预计 2020-2022 年毛利率分别为 27%、27%、27%。

图表22: 毛利率假设

毛利率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
健康行业	50.85%	51.09%	51.00%	50.50%	50.00%
金融行业	21.12%	21.19%	22.00%	21.50%	21.00%
能源	26.24%	27.50%	27.50%	27.30%	27.00%
政府行业	26.19%	27.63%	28.00%	28.50%	28.70%
互联网及计算机服务行业	26.60%	27.73%	27.50%	27.00%	27.00%
通信行业	26.54%	27.16%	27.00%	27.00%	27.00%
其他	25.35%	21.48%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源: Wind、华泰证券研究所

### 3、费用率预测

销售费用率: 2019年公司销售费用率为3.89%, 公司销售费用率较低, 原因在于渠道布局成熟, 大客户关系稳定, 我们预计随着收入规模的增长, 销售费用率有望摊薄, 预计2020-2022年销售费用率分别为3.70%、3.60%、3.40%。

管理费用率: 2019年公司管理费用率为5.88%, 公司管理费用率主要为管理人员薪酬, 公司组织架构已较为稳定, 管理费用率有望随收入规模的扩大而降低。我们预计, 2020-2022年管理费用率分别为5.70%、5.60%、5.50%。

研发费用率: 2018、2019年公司研发费用率分别为4.92%、6.74%。我们预计, 在于鲲鹏合作的过程中, 由于生态建设和软硬件适配需要一定时间的磨合, 研发费用率或小幅上升, 预计2020-2022年研发费用率分别为6.75%、6.80%、6.85%。

图表23: 费用率假设

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	3.47%	3.89%	3.70%	3.60%	3.40%
管理费用率	7.08%	5.88%	5.70%	5.60%	5.50%
研发费用率	4.92%	6.74%	6.75%	6.80%	6.85%

资料来源: Wind、华泰证券研究所

综上, 我们预计2020-2022年公司营业收入分别为101.75、119.97、140.87亿元, 实现归母净利润11.37、13.83、16.01亿元, 对应EPS0.36、0.44、0.51元, 对应PE38、31、27倍。

我们选择政务IT系统集成商太极股份、中国软件、华宇软件和国产计算机硬件生产商中国长城作为可比公司。可比公司2020年Wind一致预期平均市盈率为52倍。考虑到公司与华为鲲鹏合作, 有望在行业IT国产化浪潮中占得先机, 给予公司2020年52-55倍目标PE, 对应目标价18.72-19.80元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表24: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价	总市值	EPS			PE		
		2020/5/11	亿元	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
000066.SZ	中国长城	13.35	390.91	0.38	0.44	0.51	35	30	26
002368.SZ	太极股份	40.26	166.18	0.81	1.20	1.65	50	33	24
300271.SZ	华宇软件	27.05	218.94	0.72	0.90	1.15	38	30	24
600536.SH	中国软件	86.30	426.81	0.13	0.75	1.29	690	115	67
	平均		300.71	0.51	0.83	1.15	203	52	35
002065.SZ	东华软件	13.75	428.38	0.19	0.36	0.44	72	38	31

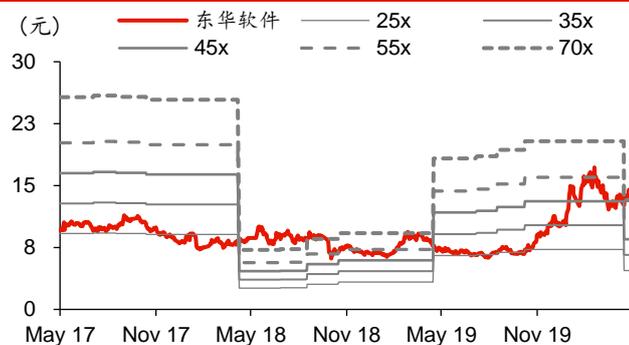
资料来源: Wind、华泰证券研究所

### 风险提示

- 1) 鲲鹏生态落地进度低于预期，鲲鹏生态落地进度影响公司鹏霄服务器销售进度；
- 2) 下游支付能力不及预期，下游客户支付能力不足或影响信息化支出，进而影响公司收入弹性；
- 3) 商誉减值风险：公司账面尚存 6.7 亿元商誉，若发生商誉减值将影响公司业绩。

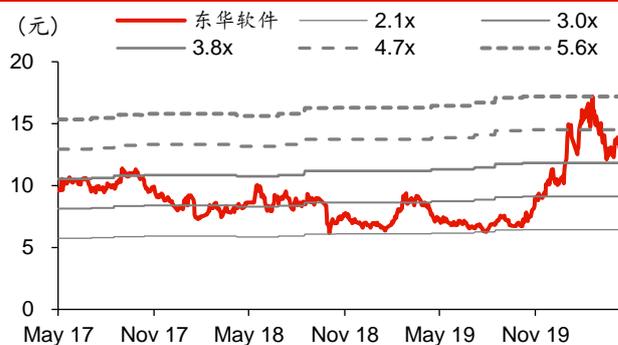
### PE/PB - Bands

图表25: 东华软件历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表26: 东华软件历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	13,762	14,577	16,882	19,160	22,380
现金	2,087	1,981	2,584	2,685	3,604
应收账款	5,561	5,940	6,393	7,317	7,912
其他应收账款	549.28	509.79	707.93	727.86	958.10
预付账款	732.50	650.82	939.71	935.67	1,266
存货	4,637	5,298	5,988	7,301	8,325
其他流动资产	196.15	197.74	269.83	192.84	314.63
非流动资产	2,244	2,258	2,284	2,260	2,229
长期投资	220.61	150.12	182.79	182.05	160.25
固定投资	277.85	233.13	247.72	254.88	244.47
无形资产	132.15	91.02	78.75	55.99	61.06
其他非流动资产	1,613	1,784	1,775	1,767	1,764
资产总计	16,006	16,835	19,166	21,420	24,609
流动负债	6,672	7,105	8,307	9,398	11,173
短期借款	1,845	2,073	2,200	2,450	2,800
应付账款	1,259	1,233	1,598	1,735	2,184
其他流动负债	3,568	3,800	4,509	5,213	6,189
非流动负债	62.41	130.74	130.73	130.70	130.70
长期借款	0.00	0.00	(0.01)	(0.03)	(0.04)
其他非流动负债	62.41	130.74	130.74	130.74	130.74
负债合计	6,735	7,236	8,438	9,529	11,304
少数股东权益	95.74	75.12	68.02	55.52	41.91
股本	3,115	3,115	3,115	3,115	3,115
资本公积	2,154	2,158	2,158	2,158	2,158
留存公积	3,905	4,250	5,056	6,119	7,436
归属母公司股东权益	9,175	9,524	10,660	11,836	13,263
负债和股东权益	16,006	16,835	19,166	21,420	24,609

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	351.46	302.40	724.58	260.47	938.31
净利润	797.81	577.74	1,129	1,370	1,587
折旧摊销	180.20	112.38	106.48	135.72	135.99
财务费用	98.97	76.00	102.28	106.01	106.29
投资损失	15.50	(10.00)	(5.69)	(7.72)	(3.97)
营运资金变动	(786.48)	(840.13)	(601.22)	(1,336)	(876.08)
其他经营现金	45.45	386.41	(6.73)	(8.36)	(11.29)
投资活动现金	(105.44)	(125.43)	(119.61)	(95.40)	(90.48)
资本支出	116.40	93.62	99.35	112.22	127.54
长期投资	(72.79)	(32.31)	(32.67)	0.74	21.80
其他投资现金	83.74	0.50	12.42	16.08	15.26
筹资活动现金	(82.33)	(19.25)	(1.67)	(113.73)	120.62
短期借款	913.49	227.26	127.48	249.90	350.10
长期借款	(4.00)	0.00	(0.01)	(0.03)	(0.01)
普通股增加	(24.31)	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(188.41)	3.74	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(779.10)	(250.25)	(129.14)	(363.61)	(229.47)
现金净增加额	164.61	158.57	603.30	51.34	968.46

### 利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	8,471	8,849	10,175	11,997	14,087
营业成本	6,203	6,395	7,265	8,555	10,059
营业税金及附加	17.33	24.58	26.53	29.71	36.91
营业费用	293.57	343.86	376.46	431.88	478.96
管理费用	599.53	520.27	579.95	671.82	774.78
财务费用	98.97	76.00	102.28	106.01	106.29
资产减值损失	(387.11)	(205.21)	(10.17)	(23.99)	(42.26)
公允价值变动收益	0.00	18.68	6.23	8.30	11.07
投资净收益	(15.50)	10.00	5.69	7.72	3.97
营业利润	520.79	614.30	1,210	1,452	1,708
营业外收入	308.10	31.47	31.47	31.47	31.47
营业外支出	2.78	7.66	7.66	7.66	7.66
利润总额	826.10	638.12	1,234	1,475	1,732
所得税	28.29	60.38	104.73	105.11	144.76
净利润	797.81	577.74	1,129	1,370	1,587
少数股东损益	(8.60)	(5.96)	(7.10)	(12.51)	(13.61)
归属母公司净利润	806.41	583.70	1,137	1,383	1,601
EBITDA	1,056	816.67	1,402	1,673	1,933
EPS (元, 基本)	0.26	0.19	0.36	0.44	0.51

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	16.19	4.47	14.98	17.91	17.42
营业利润	(31.36)	17.96	97.03	19.94	17.68
归属母公司净利润	21.48	(27.62)	94.71	21.67	15.77
获利能力 (%)					
毛利率	26.77	27.73	28.59	28.69	28.59
净利率	9.42	6.53	11.10	11.42	11.27
ROE	8.61	6.02	10.53	11.52	11.93
ROIC	10.41	7.24	12.60	13.30	14.18
偿债能力					
资产负债率 (%)	42.08	42.98	44.02	44.49	45.93
净负债比率 (%)	(1.91)	2.47	(2.48)	(0.99)	(5.15)
流动比率	2.06	2.05	2.03	2.04	2.00
速动比率	1.24	1.19	1.18	1.15	1.13
营运能力					
总资产周转率	0.56	0.54	0.57	0.59	0.61
应收账款周转率	1.61	1.53	1.63	1.73	1.83
应付账款周转率	4.46	4.43	4.43	4.43	4.43
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.26	0.19	0.36	0.44	0.51
每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	0.10	0.23	0.08	0.30
每股净资产(最新摊薄)	2.95	3.06	3.42	3.80	4.26
估值比率					
PE (倍)	53.12	73.39	37.69	30.98	26.76
PB (倍)	4.67	4.50	4.02	3.62	3.23
EV_EBITDA (倍)	40.51	52.84	30.42	25.57	21.83

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

本人，谢春生、郭雅丽、郭梁良，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的销售人员、交易人员或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。本公司的资产管理部、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 针对美国司法管辖区的声明

#### 美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 所有权及重大利益冲突

分析师谢春生、郭雅丽、郭梁良本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

## 重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

## 法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司