

东华软件（002065）

计算机应用/计算机

发布时间：2019-12-04

证券研究报告 / 公司深度报告

东方之华，有所作为

买入

上次评级：买入

报告摘要：

东华软件是中国目前规模最大的核心 IT 集成商，03-18 年公司营收/净利 CAGR 分别为 28%/23%。公司上市以来，完成了三次跨越式上台阶的发展，从最早起的系统集成业务，发展到金融、医疗 IT 软件解决方案业务，再到与华为、腾讯合作推广云计算业务，每每站在产业时代变革的最前列，展现了公司前瞻性的战略眼光。

携手华为，受益金融创新提速。东华软件 2002 年与华为开展合作，15 年成为华为五钻认证服务商，19 年 3 月东华软件成为华为金融开放创新联盟首批创始会员，19 年 8 月东华软件联合华为发布两个基于鲲鹏生态的金融行业联合解决方案。我们认为，华为是我国金融行业创新的主要推动者，东华在金融 IT 领域深耕多年且与华为深度合作，2020 年有望收获较多金融 IT 订单，成为华为产业链在金融 IT 领域重要参与者。

东华软件有望借助华为硬件优势进行多领域创新。华为在我国硬件制造领域优势十分突出，以服务器为例，16Q2-19Q2 华为服务器出货量占我国 13%-20%之间（IDC 数据）。当前除金融行业以外，东华软件已与华为拓展医疗、电力、央企、公共事业等多领域的全面合作。我们判断，东华软件随华为鲲鹏芯片进一步成熟，有望依托华为在多领域创新进程中有所收获。

迎政策利好，公司医疗业务有望提速。卫健委要求 2019 年，所有三级医院电子病历系统应用水平要达到分级评价 3 级以上；2020 年，所有三级医院要达到分级评价 4 级以上，二级医院要达到分级评价 3 级以上。19 年 DRGs 试点城市出台，全国推广有望加速。东华软件有望依托电子病历升级及 DRGs 推广的政策东风，依托公司医疗 IT 领域先发优势（覆盖医院数量超 600 家），实现医疗业务加速增长。

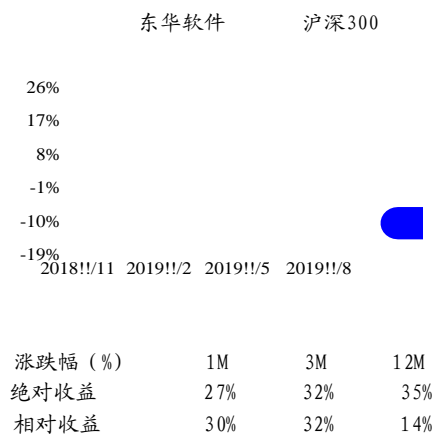
预计 19-21 年东华软件净利润 11.95/15.38/19.77 亿元。给予金融业务 19 年 145 亿目标市值，医疗业务 154 亿目标市值，其他业务 81-101 亿目标市值。整体 380-400 亿目标市值，对应目标价 12.20-12.84 元。

风险提示：政策推进不及预期，应收账款/商誉减值超预期。

股票数据 2019/12/3

6 个月目标价（元）	12.20-12.84
收盘价（元）	9.28
12 个月股价区间（元）	6.16~9.89
总市值（百万元）	28,912
总股本（百万股）	3,115
A 股（百万股）	3,115
B 股/H 股（百万股）	0/0
日均成交量（百万股）	59

历史收益率曲线



相关报告

《中国软件（600536）：两个“麒麟”将合并，剑指统一操作系统》——20191203

《中孚信息（300659）：拟非公开募资 7.13 亿元，构建多层次安全防护体系与监管平台》——20191202

财务摘要（百万元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,290	8,471	10,134	13,265	17,437
(+/-)%	13%	16%	20%	31%	31%
归属母公司净利润	664	806	1,195	1,538	1,977
(+/-)%	-26%	21%	48%	29%	28%
每股收益（元）	0.21	0.26	0.38	0.49	0.63
市盈率	44	36	24	19	15
市净率	3.3	3.2	2.9	2.6	2.3
净资产收益率 (%)	7.5%	8.9%	12.4%	14.5%	16.7%
股息收益率 (%)	1.1%	1.1%	1.6%	2.1%	2.6%
总股本（百万股）	3140	3115	3115	3115	3115

证券分析师：安永平

执业证书编号：S0550519100001

研究助理：赵伟博

执业证书编号：S0550119110002

研究助理：邵珠印

执业证书编号：S0550119110012

目 录

1. 核心观点：盈利拐点已至，携手华为加速成长	3
2. 布局多年成为核心集成商，03-18 年营收/净利 CAGR 为 28%/23%	4
3. 华为五钻供应商，多领域合作空间广阔	9
4. 金融业务布局完整，受益自主创新浪潮	12
4.1. 金融领域布局多年，18 年营收占比过半	12
4.2. 华为成为金融行业创新应用的核心推动者，东华软件有望受益	14
5. 受益政策利好，东华软件医疗业务增长有望提速	19
5.1. 医疗业务发展多年，业务渐入佳境	19
5.2. 我国医疗 IT 建设投入不断深入，信息化水平仍有较大提升空间	21
5.3. 电子病历《规范》落地，加速东华软件大健康布局	23
5.4. DRGs 推广助力东华软件收获更多订单	25
6. 数字中国战略推进，东华智慧城市业务发展或迎拐点	26
6.1. 新一代信息技术驱动下，智慧城市市场空间广阔	26
6.2. 内部整合+业务外拓，智慧城市建设持续推进	27
7. 首次覆盖给予“买入”评级，目标价 12.20-12.84 元	30
7.1. 盈利预测：预计 19-21 年公司归母净利润 11.95/15.38/19.77 亿元	30
7.2. 首次覆盖给予“买入”评级，目标价 12.20-12.84 元	33
8. 风险提示	35

1. 核心观点：盈利拐点已至，携手华为加速成长

东华软件是中国目前规模最大的核心 IT 集成商，03-18 年公司营收/净利 CAGR 分别为 28%/23%。公司上市以来，实现了三次跨越式上台阶的超越发展，从最早期的系统集成业务，到领先的金融、医疗 IT 软件解决方案，再到与华为、腾讯联手推广云计算与智慧应用，每每站在产业时代变革的最前列，展现了公司前瞻性的战略眼光。

东华是华为核心合作伙伴，携手华为进行金融创新。目前，华为是业界唯一同时拥有“CPU、NPU、存储控制、网络互连、智能管理”5 大关键芯片的厂商；此外，华为深耕数据库领域，推出的华为 GaussDB 已广泛应用于金融、安全、运营商等企业客户，在金融领域，已应用于中国工商银行、招商银行、民生银行、中原银行、上交所、深交所、中国太保等 20 多家企业客户，其中，GaussDB 分布式 OLTP 数据库，对标 Oracle 数据库，在招商银行的项目中替换了 Oracle 数据库；GaussDB 分布式 OLAP 数据库是分析型数据库，对标 Teradata 数据库，在工商银行的项目中实现了完全替代，建设了国内金融行业最大的数据仓库。

东华软件 2002 年与华为开展合作，15 年成为华为五钻认证服务商，19 年 3 月东华软件成为华为金融开放创新联盟首批创始会员，**19 年 8 月东华软件联合华为发布两个基于鲲鹏生态的金融行业联合解决方案。**我们认为，华为是我国金融行业创新的主要推动者，东华软件在金融 IT 领域深耕多年且持续与华为深度合作，2020 年有望收获较多金融业务订单，成为华为产业链在金融 IT 领域重要参与者。

东华软件有望借助华为硬件优势进行多领域创新。华为在我国硬件制造领域优势十分突出，以服务器为例，16Q2-19Q2 华为服务器出货量占我国 13%-20%之间。当前除金融行业以外，东华软件已与华为拓展医疗、电力、央企、公共事业等多领域的全面合作。我们判断，东华软件我们判断随华为鲲鹏芯片进一步成熟，有望依托华为在多领域创新进程中有所收获。

迎政策利好，公司医疗业务有望提速。卫健委要求 2019 年，所有三级医院电子病历系统应用水平要达到分级评价 3 级以上；2020 年，所有三级医院要达到分级评价 4 级以上，二级医院要达到分级评价 3 级以上。19 年出台 DRGs 试点城市出台，全国推广有望加速。东华软件有望依托电子病历升级及 DRGs 推广的政策东风，依托公司医疗 IT 领域先发优势（覆盖医院数量超 600 家），实现医疗业务加速增长。

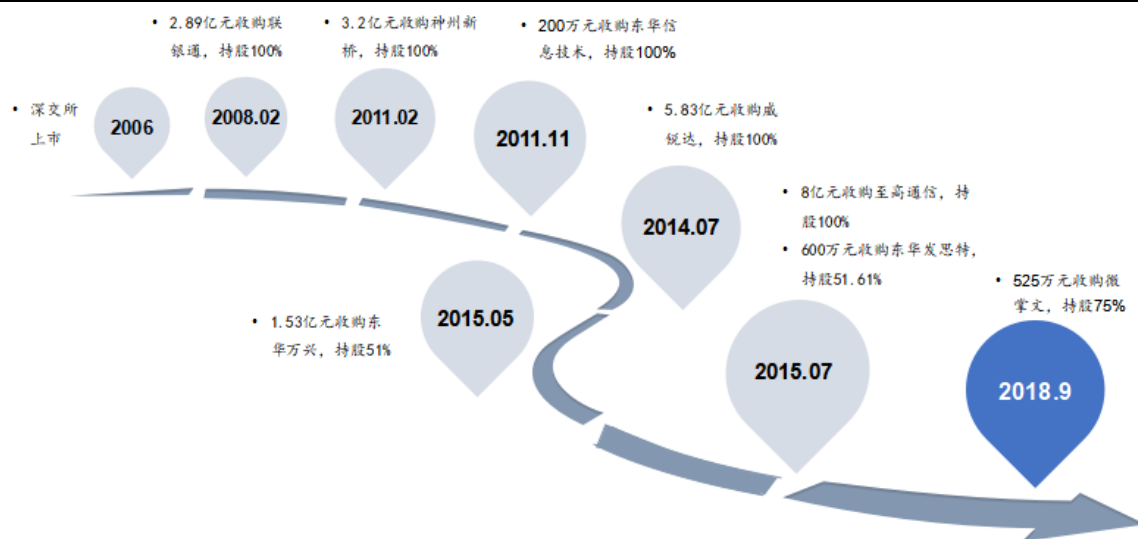
采用分部估值法，给予公司 380-400 亿目标市值，对应目标价 12.20-12.84 元。预计 19-21 年公司实现归母净利润 11.95/15.38/19.77 亿，给予公司金融业务 19 年 145 亿目标市值（30x 目标 P/E），医疗业务 19 年 154 亿目标市值（50x 目标 P/E），其他业务 19 年 81-101 亿目标市值（20-25x 目标 P/E）。给予公司整体 380-400 亿目标市值，对应目标价 12.20-12.84 元。首次覆盖给予“买入”评级。

2. 布局多年成为核心集成商，03-18 年营收/净利 CAGR 为 28%/23%

东华软件成立至今 19 年，是中国目前规模最大的核心 IT 集成商。2001 年 01 月，东华合创数码科技有限公司成立，在系统集成业务的基础上，持续发展医疗 IT 和金融 IT 解决方案。目前，东华已成为数十家国际国内知名 IT 企业的**增值代理商、系统集成商**或战略合作伙伴。

持续并购扩充公司产业布局和产品线。自上市以来，公司积极通过并购拓宽业务渠道，实现业务的跨越式发展。公司 2008 年收购联银通科技和 2011 年收购神州新桥，强化在银行信息化领域的市场竞争力；2014 年收购威锐达进军风电领域；2015 年收购至高通信，完善移动互联解决方案，发力军警市场；2015 年收购万兴新锐，在医疗信息化 DRGs 领域持续发力。另外，为配合全国业务发展的需要，东华软件在辽宁、内蒙古、四川、山东、海南、吉林等多地成立子公司，开拓各地市场。目前拥有 60 余家分支机构，业务覆盖到**医疗、金融、政府、电信、能源**等多个重要领域。

图表 1：东华软件并购历程



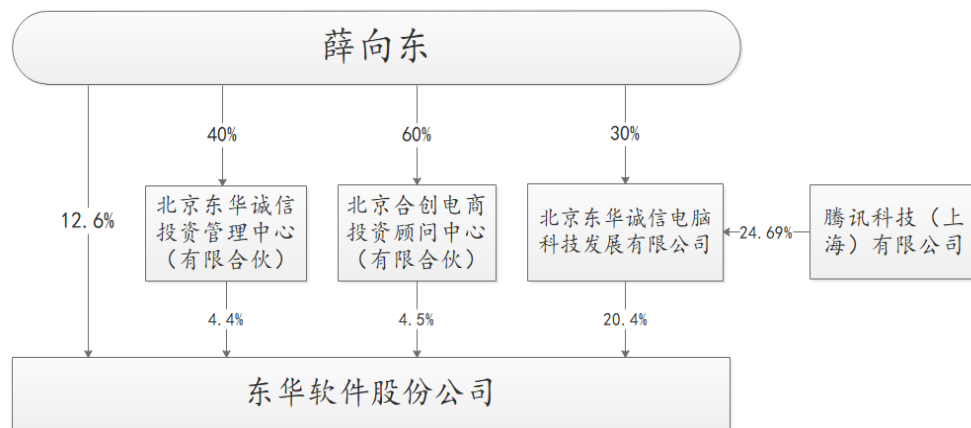
数据来源：东北证券，Wind

股权结构集中，实控人把握战略方向，目前无任何股权质押。截至 19Q3，东华软件第一大股东为北京东华诚信电脑科技发展有限公司，持股比例为 20.4%，第二大股东为自然人薛向东，持股比例 12.6%。其中北京东华诚信电脑科技发展有限公司和薛向东、北京东华诚信投资管理中心(有限合伙)、北京合创电商投资顾问中心(有限合伙)存在关联关系。薛向东直接+间接持有东华软件 23.18%股权。

员工看好公司发展，18 年自愿增持 2641 万股。公司 2018 年员工持股计划（中信证券东华软件 1 号定向资产管理计划）鼓励公司及下属全资子公司、控股子公司全体员工积极自愿买入公司股票，最终该计划通过二级市场集中竞价交易方式购买公司股票合计 2641 万股，占公司总股本的 0.84%，成交金额合计为 2 亿元，成交均价约为 7.57 元/股。

腾讯 2018 年入股东华软件控股公司诚信电脑，间接持有公司 5.04% 股权。2018 年 5 月，公司公告称，腾讯科技拟以人民币 12.66 亿元的价格认购交割后诚信电脑充分稀释基础上 24.69% 的股权，2018 年 6 月完成股权交割。截至 19Q3 腾讯对于东华软件控股公司诚信电脑持股比例未发生变化，间接持有东华软件 5.04% 股权。

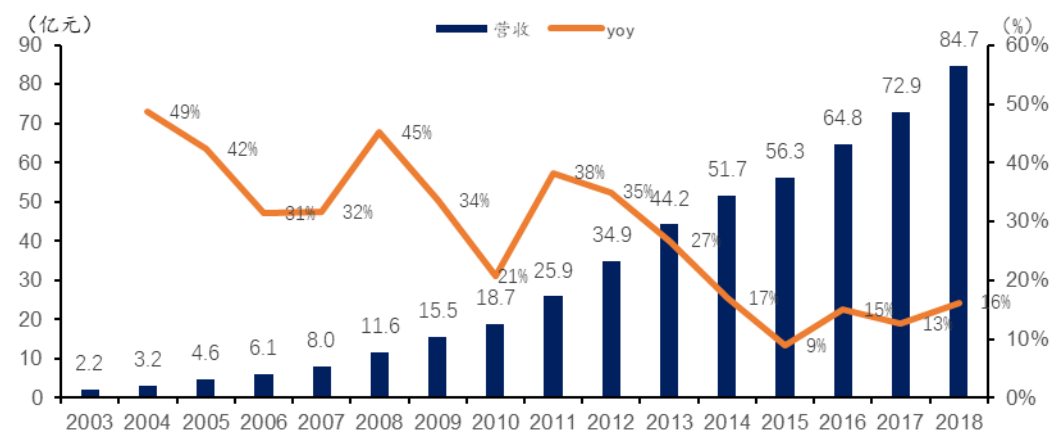
图表 2：东华软件股权结构（截至 19Q3）



数据来源：东北证券，Wind

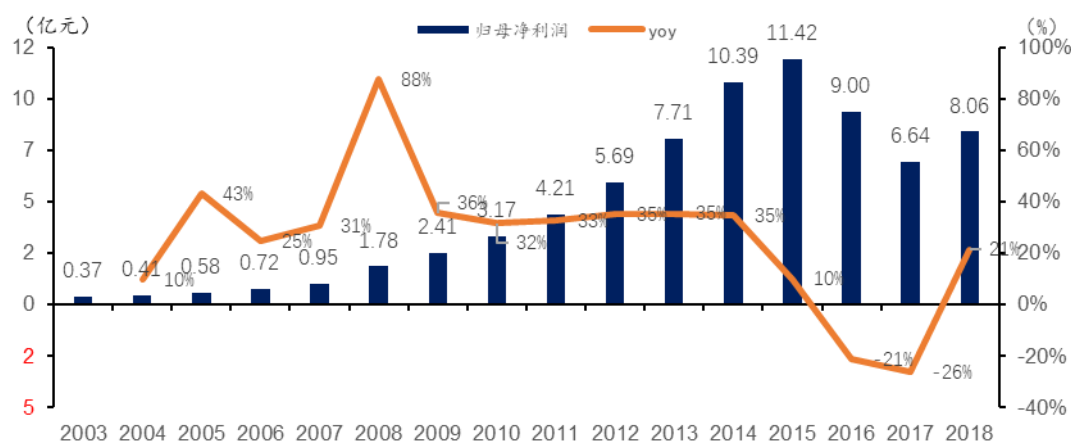
公司稳健增长，03-18 年公司营收/净利 CAGR 分别为 28%/23%。公司在 03-18 年实现了跨越式发展，收入从 2.2 亿提升至 84.7 亿，CAGR28%；利润从 0.37 亿提升至 8.06 亿，CAGR23%。公司从 14 年起营收增速有所放缓，进入稳健增长阶段。2018 年，公司实现归母净利润 8.06 亿，同比增长 21%，扭转 16-17 年的下滑趋势，主要原因在于收入结构有所改善，且商誉和应收账款减值损失有所收窄。公司上市以来，实现了三次跨越式上台阶的超越发展，从最早期的系统集成业务，到领先的金融、医疗 IT 软件解决方案，再到与华为、腾讯联手推广云计算与智慧应用，每每站在产业时代变革的最前列，展现了公司前瞻性的战略眼光。

图表 3：03-18 年东华软件营收及 yoy



数据来源：东北证券，Wind

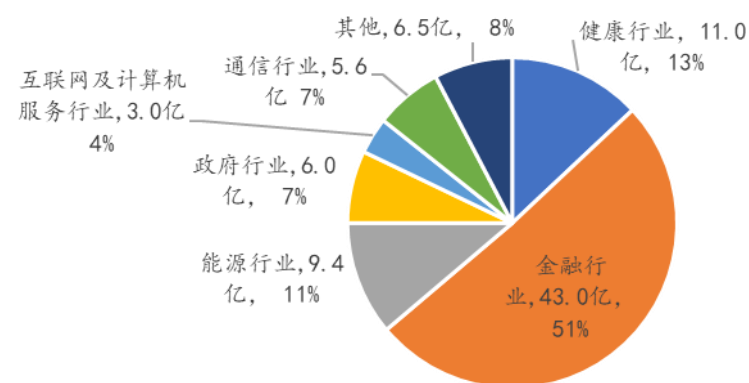
图表 4：03-18 年东华软件归母净利及 yoy



数据来源：东北证券，Wind

金融 IT 收入占比过半，多领域协同布局。2018 年公司实现营收 84.7 亿，其中金融行业收入 43.0 亿，占比 51%。此外，公司 2018 在医疗、能源、政府、通信、互联网及计算机服务领域分别实现收入 11.0/9.4/6.0/5.6/3.0 亿，均已实现一定规模。

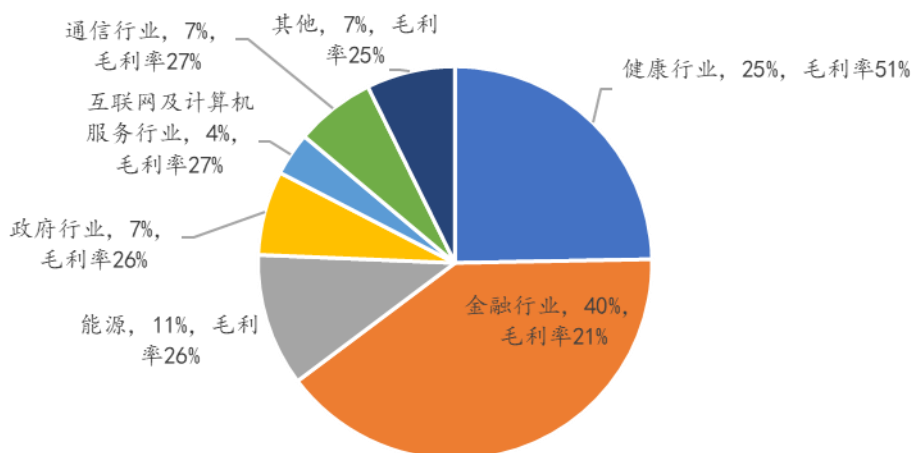
图表 5：东华软件 18 年收入结构



数据来源：东北证券，Wind

18 年金融和医疗 IT 合计贡献 65%毛利润。公司医疗 IT 领域毛利率显著高于其他行业，18 年实现毛利率 51%，毛利占公司整体毛利 25%。金融 IT 领域 18 年公司毛利率 21%，占公司整体毛利 40%。金融和医疗 IT 两大业务板块 18 年合计贡献公司 65% 的毛利，是公司盈利的主要来源。

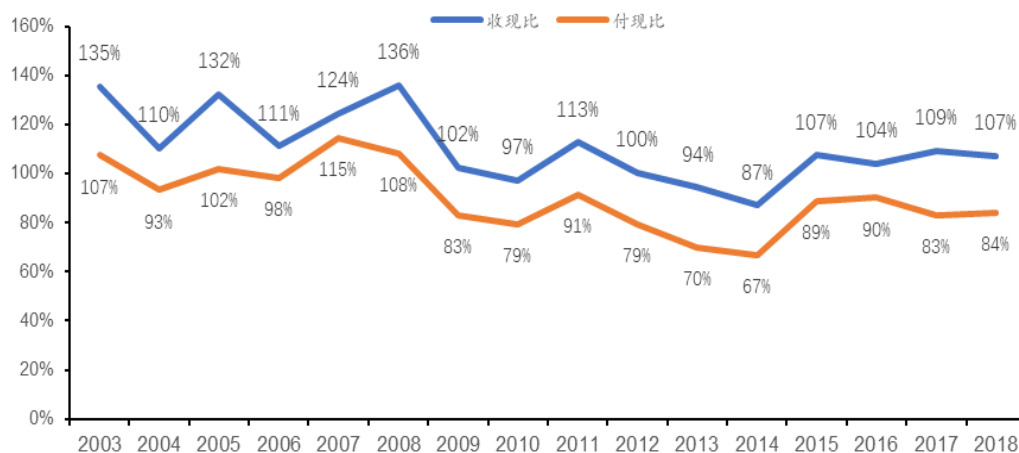
图表 6：东华软件 18 年毛利结构



数据来源：东北证券，Wind

公司收入与收到现金匹配程度较高，经营整体稳健。东华软件收入与收到现金匹配状况保持良好，2003 年以来收现比基本维持在 100% 以上。

图表 7：东华软件收现比与付现比



数据来源：东北证券，Wind

注：收现比=销售商品、提供劳务收到的现金/公司收入

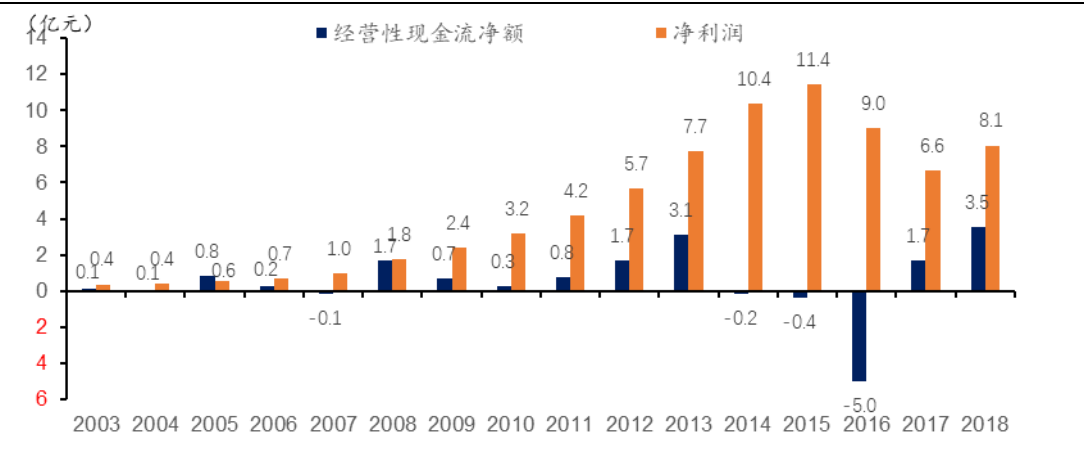
付现比=购买商品、接受劳务付出的现金/公司收入

经营性现金流波动较为明显，17 年起有所改善。整体现金流表现波动较为明显。但公司 17 年起加大应收账款回收速度，17 年经营性现金流净额转正，18 年经营性现金流净流入 3.5 亿。

盈利模式决定公司净利润与经营性现金流匹配程度较低。根据公司招股说明书，公司各类业务通常在交货且客户确认验收后，公司可以确认收入。收入确认与实际付款通常存在一定时滞，以集成业务为例，付款通常以预付款-工程进度款-验收款-质保保证金的顺序向公司付款。且公司通常给予客户一定信用期，导致实际付款进

度进一步滞后，通常经营性现金流低于净利润。公司客户主要是金融机构、医院、政府部门，整体来看回款风险较低，未来公司经营性现金流有望随公司收款力度加大而逐渐改善。

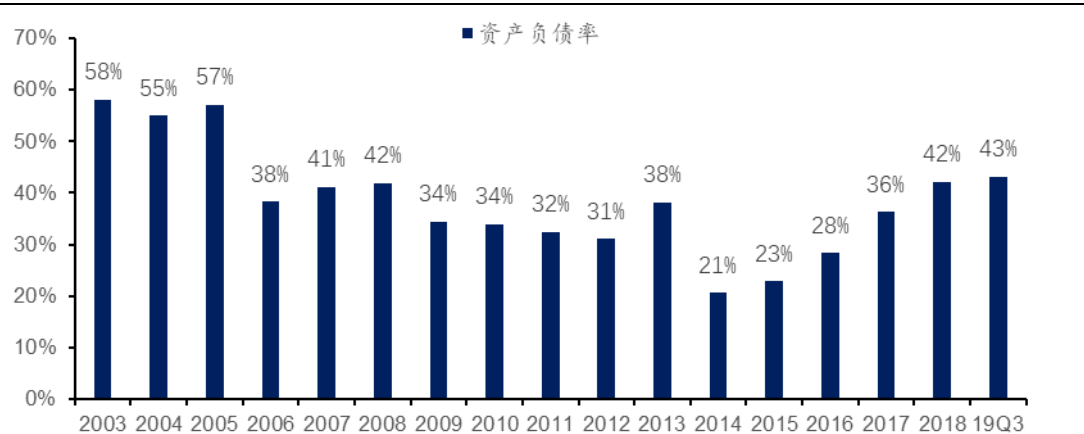
图表 8：东华软件现金流情况



数据来源：东北证券，Wind

资产负债率适中，实控人股票零质押，加杠杆空间大。截至 19Q3，东华软件资产负债率为 43%，在可比公司中处于适中水平。且公司实控人薛向东直接和间接持有的公司股票均未有任何质押。在合适投资机会下公司有充裕资金把握发展机会。

图表 9：东华软件资产负债率情况



数据来源：东北证券，Wind

3. 华为五钻供应商，多领域合作空间广阔

东华软件与华为合作 17 年，是华为五钻认证服务商。早在 2002 年，东华软件就是华为多产品一级代理商。东华软件先后通过了多项 CSP（华为认证服务合作伙伴）认证。2013 年 3 月，东华软件成为华为金牌经销商；同年 11 月，东华软件被认证为华为多产品一级经销商；2014 年，东华软件获得华为 CSP 网络 4 钻认证及 CSP IT 3 钻认证。2015 年 3 月，东华软件获颁华为最高级别的“五钻认证服务商”（CSP 五钻）奖牌，成为首批授牌的五钻认证服务商之一，同时也是华为企业网络方向全球范围内首家五钻认证服务商。2015 年 10 月，东华软件荣获华为 2015 “最佳解决方案奖”。

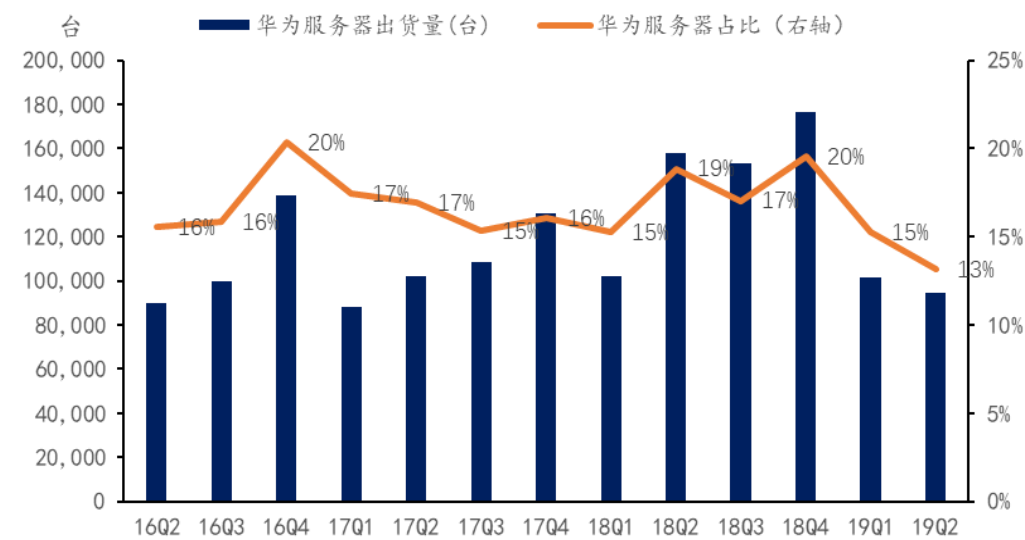
图表 10：2015 年东华软件成为华为五钻认证服务商



数据来源：东北证券，东华云计算官网

华为是我国重要服务器提供商。16Q2-19Q2 之间，华为服务器出货量在国内占比 13%-20%，是重要的硬件服务商。我们判断鲲鹏芯片不断成熟，华为后续将在 ARM 服务器领域做更大的投入。

图表 11: 华为服务器出货量



数据来源: 东北证券, IDC

除金融行业外, 东华软件已与华为拓展医疗、电力、央企、公共事业等多领域的全面合作。在与华为的长期合作中, 东华软件已从最初销售产品发展为共同测试产品数据、联手推出解决方案, 保证了解决方案与相关产品的完美融合, 双方携手为客户提供最优质的消费体验, 从而带动市场份额增长, 最终达成多方共赢。

数字化医疗: 2015 年 4 月, 东华软件与华为正式发布数字化医院联合解决方案, 该方案以华为高端八路服务器+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, 旨在解决医疗行业客户业务系统运维成本高, 资源孤立且无法共享, 缺少业务连续性保护等问题。2016 年 5 月, 东华软件与华为精心构建的南京鼓楼医院双活数据中心圆满完成了容灾演练。2018 年 9 月, 东华医为借助于华为在 Hadoop 上的全球领先地位研发了东华医疗大数据平台, 形成了面向政府、卫生局、医保局、医疗机构、药品企业、医疗企业生产厂商等多方位的应用。2019 年 2 月, “2019 华北区域医疗行业信息化论坛”会议上, 华为与东华医为联合发布了业界首个可实现真双活、秒级保护、灾备融合的智慧医院解决方案。

智慧城市: 2016 年 7 月, 华为与东华软件共同发布智慧城市整体方案, 双方将以华为的政务和企业网 ICT 集成领域, 结合东华软件一系列智慧城市应用方案, 加之东华软件技术资源和行业客户资源优势, 共同构建智慧城市生态圈。2016 年 11 月, 华为联合联合东华软件等智慧城市生态圈的 10 多位合作伙伴展示了一卡通、智慧政务、智慧校园城市运营中心等解决方案。2017 年 3 月, 东华软件与华为签约将共同推进全国领先的三亚云计算数据中心建设, 拟在三亚共同成立智慧城市联合创新研究中心。2017 年 7 月, 东华软件股份公司等 10 家企业签约入驻桂林华为信息生态产业合作区。

电力: 2016 年 1 月, 东华携手华为, 共同构建的江西大唐国际抚州电厂数据中心建设项目经过系统测试, 目前已成功上线运行。

公安: 2016 年 2 月, 东华软件成功中标江苏省项目。主要产品包括华为机架式服务器、华为高密度服务器及华为网络交换机等。

政府政务: 2017 年 3 月, 东华软件与华为公司中标“国家电子政务外网二期云平台设备采购系统总集成”项目, 建成后将实现国家信息中心廊坊和三里河两个数据中心云平台搭建。2018 年 2 月, 东华软件与华为公司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, 该项目是咸宁市进一步落实咸宁市电子政务重要 ICT 基础设施、提升公共服务水平、城市管理水平的的重要举措。双方成功助力咸宁市政府大数据中心打造了湖北政务云和大数据中心建设的标杆。

水利: 2017 年 7 月, 福中集团、华为、东华软件签署战略合作协议, 就共同开展南京智慧水务建设达成共识, 借助三方在智慧城市和大数据领域的领先优势, 为南京市水务局未来四年内的智慧水务建设提供总体规划, 构建南京智慧水务信息化体系, 共同开创“互联网+智慧水务”的创新试点。

我们判断, 东华有望利用华为硬件优势持续深化合作。东华软件凭借与华为在多行业的合作, 有望依托华为硬件优势在金融行业外的其他行业获取更多订单, 潜在合作空间广阔。

4. 金融业务布局完整，受益自主创新浪潮

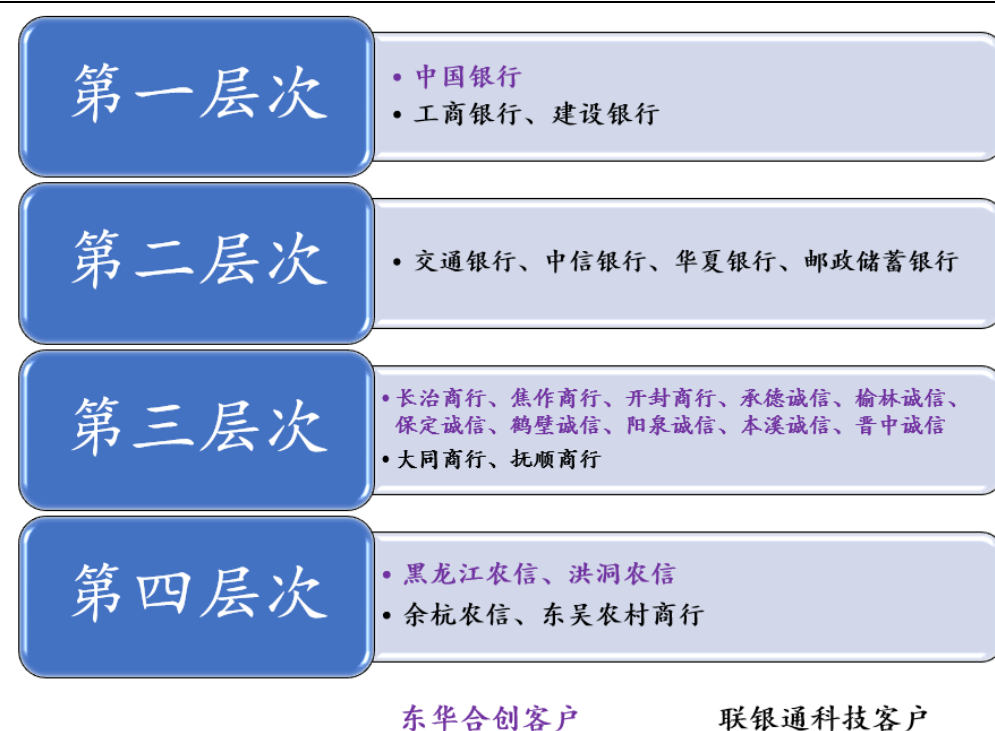
4.1. 金融领域布局多年，18 年营收占比过半

东华软件金融领域布局多年，18 年营收占比突破 50%。公司金融业务客户以银行为主，从村镇银行到国有大型银行各类客户全部覆盖，公司也有部分证券、保险类客户，整体采取系统集成+自有软件产品销售的商业模式。

2006 年时公司金融领域客户主要为城商行和农业信用社，内生外延持续发展推动金融成为核心主业。2006 年公司上市时，金融领域的主打产品为“东华商业银行综合业务系统”，服务对象主要为各地城市商业银行及农村信用社。2006 年公司金融业务（含保险业务）实现收入 6983 万元，同比增长 79%。

2008 年和 2011 年两次重大收购拓展大客户和产品线。2008 年公司收购联银通 100% 股权，当时联银通客户包括工商银行、华夏银行、交通银行、邮政储蓄银行以及部分城商行，在银行核心业务系统和综合前置系统有丰富研究经验和落地产品。公司 2008 年通过收购联银通成功覆盖各层次银行客户并丰富自身产品线，金融 IT 建设实力大幅加强。

图表 12：东华软件通过收购联银通覆盖多层次银行客户



数据来源：东北证券，Wind

注：东华软件 2008 年名为东华合创

2011 年东华软件收购神州新桥 100% 股权，进一步拓展客户深度及产品线。2011 年公司成功收购神州新桥 100% 股权，2007-2009 年间，来自工商银行和交通银行的收入占神州新桥总收入的 75% 左右。神州新桥是一家优质集成商，整合不同厂商的产

品，提供整体解决方案如**金融统一安全管理解决方案、金融统一网络架构解决方案**等。东华软件通过收购神州新桥，服务国有大行能力进一步提升。

内生外延并举，2006-2018 年公司金融业务营收 CAGR41%。公司通过两次重量级并购，成功拓展自己在银行 IT 领域客户范围和服务能力，金融业务保持高速增长，06-18 年 CAGR 高达 41%。2012 年公司成功将自身几十种银行业务软件进行云化，并移植到公司“云平台”，当年成功签约近 60 家村镇银行，已上线二十余家。2014 年公司已成为国内少数几家能为银行提供全套解决方案的厂商之一。

图表 13：东华软件金融业务发展历程



数据来源：东北证券，Wind

截至 2018 年公司金融业务覆盖面大幅扩张，潜在增长点广泛。2018 年东华软件金融业务布局较上市之初出现大幅扩张，传统的银行业务中公司保持大型国有银行签约份额，且不断出台新产品适应中小客户需求。除传统银行业务外，公司在互联网金融、云托管、金融信贷、融资租赁、投融资领域均取得显著进展，为公司未来布局潜在增长点。

图表 14：2018 年东华软件金融业务布局



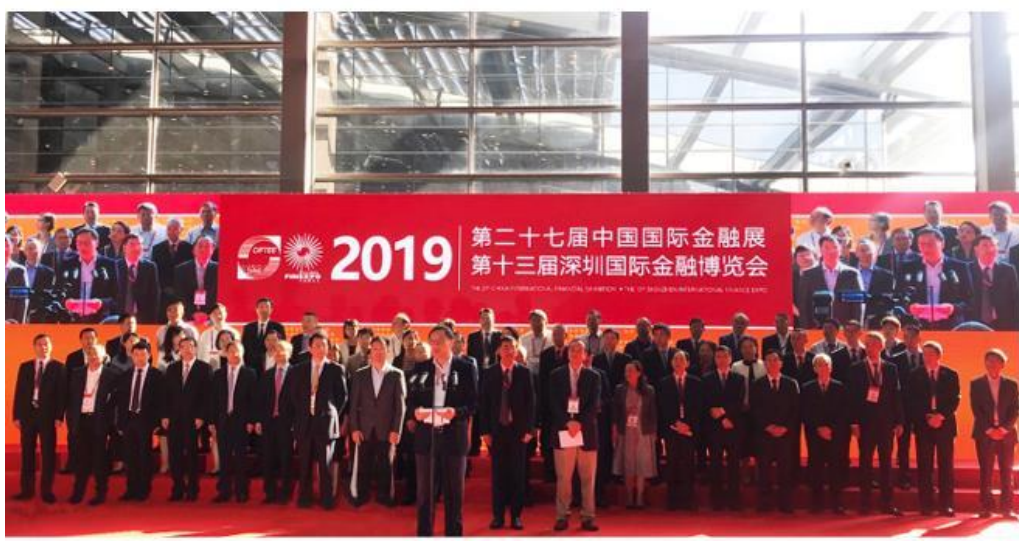
数据来源：东北证券，Wind

4.2. 华为成为金融行业创新应用的核心推动者，东华软件有望受益

2019 年 11 月 4 日-6 日，第二十七届中国国际金融展暨第 13 届深圳国际金融博览会在深圳举行，中国人民银行党委委员、副行长范一飞表示本届中国国际金融展以“科技助创新 开放促改革 发展惠民生”为主题，与深圳国际金融博览会同期、同馆举办，希望各方构建金融业安全可控、开放创新的生态体系。

展会现场设立金融科技展区和金融服务展区，其中，金融科技展区重视场景化展示，大数据、云服务、信息安全、人工智能等方面的最新科研成果和方案在展会现场荟萃呈现。

图表 15：2019 中国国际金融展和深圳国际金融博览会开幕式



数据来源：东北证券，会议官网

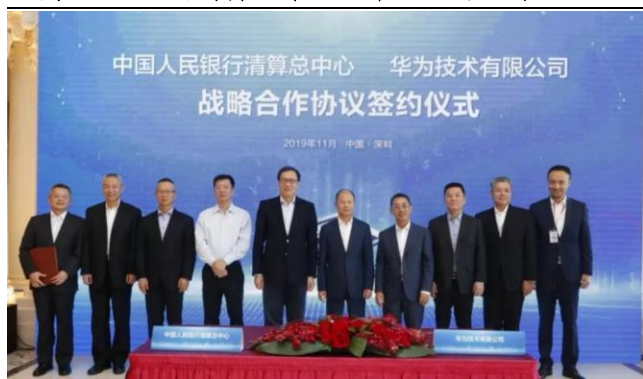
本次国际金融展华为重点展示基于鲲鹏生态、分布式数据库的核心业务创新方案和基于自研芯片的网络设备。本届中国国际金融展上，华为 Cloud & AI 产品与服务总裁侯金龙表示，面向银行、保险、证券的典型业务场景，华为携手客户及合作伙伴基于“鲲鹏+昇腾”处理器以及 5G、AI、云等创新技术进行持续创新。

目前，华为是业界唯一同时拥有“CPU、NPU、存储控制、网络互连、智能管理”5 大关键芯片的厂商；此外，华为深耕数据库领域，推出的华为 GaussDB 已广泛应用于金融、安全、运营商等企业客户，在金融领域，已应用于中国工商银行、招商银行、民生银行、中原银行、上交所、深交所、中国太保等 20 多家企业客户，其中，GaussDB 分布式 OLTP 数据库，对标 Oracle 数据库，在招商银行的项目中替换了 Oracle 数据库；GaussDB 分布式 OLAP 数据库是分析型数据库，对标 Teradata 数据库，在工商银行的项目中实现了完全替代，建设了国内金融行业最大的数据仓库。

央行副行长调研华为深圳总部，央行下属两重要单位与华为签署重要合作协议。2019 年 11 月 4 日，中国人民银行党委委员、副行长范一飞一行到华为深圳总部调研，中国人民银行清算总中心与华为公司签署战略合作协议，此外，中国人民银行数字货币研究所与华为公司签署关于金融科技研究的合作备忘录，前者于 2017 年 6

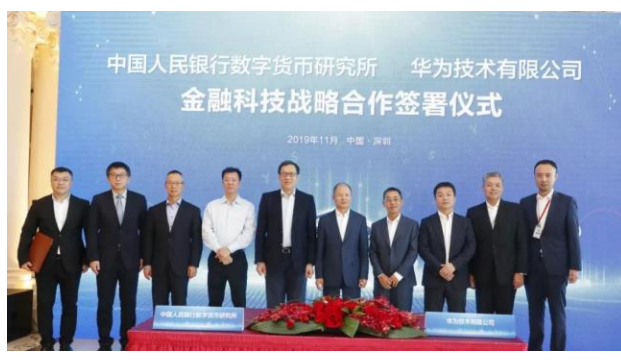
月成立，专注于区块链技术和金融科技。

图表 16：央行清算总中心与华为签署合作协议



数据来源：东北证券，华为官网

图表 17：数字货币研究所与华为签署合作备忘录



数据来源：东北证券，华为官网

19 年 3 月东华软件成为华为金融开放创新联盟首批创始会员。2019 年 3 月 20 日，华为中国生态伙伴大会上，华为携手东华软件，神州新桥（东华软件子公司），中标软件（中国软件），东方通，中科软，神州信息，宇信科技，先进数通，常山北明，金蝶天燕等等 17 家生态伙伴共同成立金融开放创新联盟，重点围绕核心交易系统、经营分析管理系统、智慧金融新业务、办公支撑系统四大业务场景，构建完整解决方案，共建金融开放生态。

图表 18：华为金融开放创新联盟首批创始会员



数据来源：东北证券，中国国际金融展

东华软件与全资子公司神州新桥均为华为系统集成商合作伙伴。目前，华为是业界唯一同时拥有“CPU、NPU、存储控制、网络互连、智能管理”5 大关键芯片的厂商，在金融开放创新联盟中，华为将定位于基础设施层，提供服务器、存储、交换机等核心硬件产品以及操作系统、数据库、大数据平台、桌面云等软件产品。

图表 19：东华软件与全资子公司神州新桥均为华为系统集成商合作伙伴



数据来源：东北证券，中国国际金融展

19 年 8 月东华软件联合华为发布两个基于鲲鹏生态的金融行业联合解决方案。2019 年 8 月 23 日，在华为主办的“CX0 走进 OpenLab”高峰论坛上，东华软件与华为联合发布：

- 1) 《华为&东华软件用户画像系统联合解决方案》：基于鲲鹏处理器的华为金融大数据解决方案与东华用户画像系统完成联合方案适配，帮助企业精准刻画用户特征并快速找到对应群体；
- 2) 《华为&东华软件智能数据接入平台联合解决方案》：基于鲲鹏处理器的华为金融大数据解决方案与东华智能数据接入平台完成联合方案适配，帮助企业方便快捷实现外部数据的快速接入及统一管理分发。

图表 20：东华软件与华为联合发布两款鲲鹏生态解决方案



数据来源：东北证券，“CX0 走进 OpenLab”高峰论坛

19 年 9 月，东华软件作为产业伙伴之一与华为共同发布《鲲鹏计算产业发展白皮书》。2019 年年 9 月 19 日上海举行的第四届华为全联接大会上，华为以及产业伙伴共同发布了《鲲鹏计算产业发展白皮书》。开放、共享的生态体系是鲲鹏计算产业成功的基础，要构建全行业、全场景鲲鹏计算产业体系，完成鲲鹏计算产业从关键行业试点到全行业、全场景产业链建设目标，总体上来讲，计划分为试点-推广-深化三个阶段来实现。鲲鹏计算产业 19 年 9 月已经有超过 150 家厂家参与。

图表 21：鲲鹏计算产业发展阶段



数据来源：东北证券，《鲲鹏计算产业发展白皮书》

图表 22：东华软件是鲲鹏计算产业首批厂家之一



数据来源：东北证券，《鲲鹏计算产业发展白皮书》

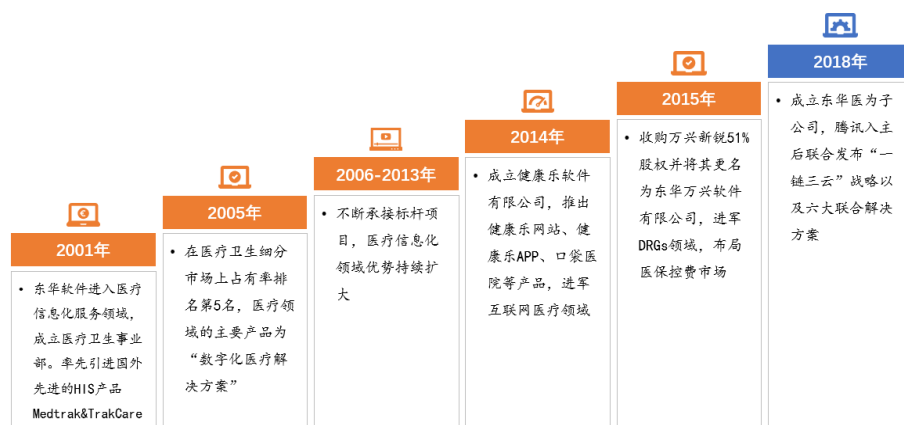
东华软件与华为深度合作，2020 年有望充分受益金融创新浪潮。我们认为，华为是我国金融行业创新的主要推动者，东华软件在金融 IT 领域深耕多年且持续与华为深度合作，2020 年有望收获较多金融业务订单，成为华为产业链在金融 IT 领域重要参与者。

5. 受益政策利好，东华软件医疗业务增长有望提速

5.1. 医疗业务发展多年，业务渐入佳境

医疗业务发展多年，客户覆盖范围持续扩大。东华软件医疗业务发展近 20 年间，累计为全国 600 多家医院、医疗集团、保险公司、卫生健康委和社保局等机构提供产品解决方案。2018 年东华软件全资子公司与腾讯云合作以来，公司医疗业务发展提速，19H1 公司实现医疗业务收入 6.96 亿，同比+35%。

图表 23：东华软件医疗业务发展历程



数据来源：东北证券，公司官网

2001 年公司成立医疗事业部，引进国外技术并成功实现本地化。2001 年，东华软件利用软硬件系统集成优势进入医疗信息化服务领域，成立医疗卫生事业部。率先引进国外成熟先进的 HIS 产品 Medtrak&TrakCare，并成功实现本地化，签订并成功实施了第一个数字化医院项目-中国石油中心医院数字化医院建设。

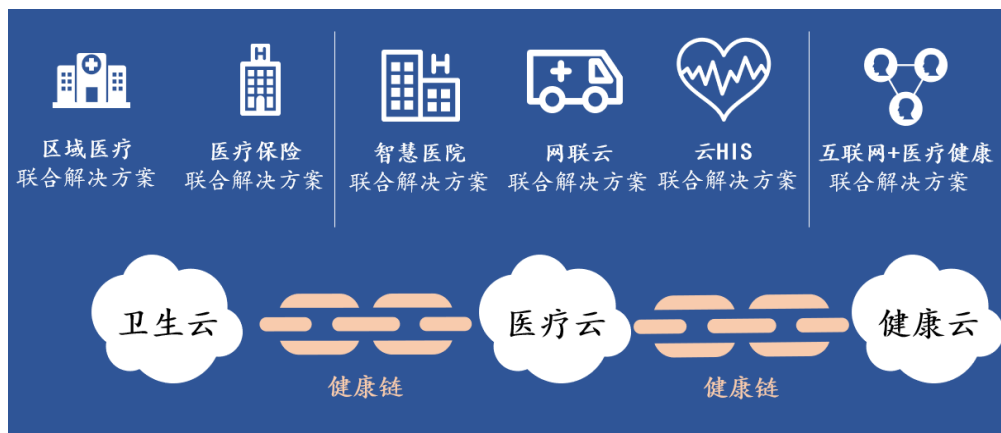
2005 年公司在医疗卫生细分市场上占有率排名第 5 名，持续创新将医疗业务打造为核心主业之一。公司 2006 年上市之时，医疗领域的主要产品为“数字化医疗解决方案”，2004 和 2005 年该方案分别签订了 4 套/9 套销售合同，合同金额分别为 650/2160 万元。

不断承接标杆项目，医疗信息化领域优势持续扩大。2007 年和 2011 年，公司分别中标承建四川大学华西医院数字化医院建设整体解决方案项目、北京协和医院全新数字化管理系统升级改造项目，极大提升了公司的软件产品知名度。**2012 年，东华软件承接了科技部 863 医疗课题组的“面向临床过程的高端电子病历系统研究与实践”项目**，东华软件电子病历产品行业地位得到大幅提升。

2014-15 年布局互联网医疗、医保控费市场。2014 年东华软件成立健康乐软件有限公司，推出健康乐网站、健康乐 APP、口袋医院等产品，进军互联网医疗领域。2015 年，公司以 1.53 亿元收购万兴新锐 51%股权并将其更名为东华万兴软件有限公司，进军 DRGs（Diagnosis Related Groups，疾病诊断相关分类）领域，布局医保控费市场。万兴新锐承建了“北京市卫生统计信息平台”，自主开发了“北京 DRGs 分组软件”和“住院医疗服务绩效评价平台”，服务于北京市卫计委对全市医疗机构的管理，并配合北京 DRGs 课题组面向全国各省卫生厅进行推广。

2018 年成立东华医为子公司，与腾讯联合发布“一链三云”战略以及六大联合解决方案。2018 年公司将原医疗事业部整合成立全资子公司东华医为，7 月 25 日，东华医为与腾讯科技子公司腾讯云签订合作协议，提出“一链三云”战略：以健康链为桥梁，连接卫生云（面向 G 端卫健委和医保局）、医疗云（面向 B 端各级各类医疗机构）和健康云（面向 C 端患者）在内的三朵云。并提出六大联合解决方案：1）区域医疗联合解决方案；2）医疗保险联合解决方案；3）医联云联合解决方案；4）智慧医院联合解决方案；5）云 HIS 联合解决方案；6）互联网+医疗健康联合解决方案。

图表 24：东华与腾讯云发布“一链三云”战略



数据来源：东北证券，Wind

东华医为医疗业务产品线齐全，覆盖个人、医院、卫健委、医保局等服务对象。东华医为拥有 150+ 自主知识产权软件产品，如：数字化医疗信息系统（简称 iMedical）和东华智慧医疗解决方案（简称 iHealth）。产品线包括互联网医疗解决方案群（B2IH），面向个人、医生、医院；智慧医院解决方案群（B2H0），主要面向医院；区域医疗解决方案群（B2HE），面向卫健委；医保支付与控费解决方案群（B2MI），面向医保局与保险公司。产品辐射全国数百家医院，有效服务于各大中小型医院。

图表 25：东华医为产品线



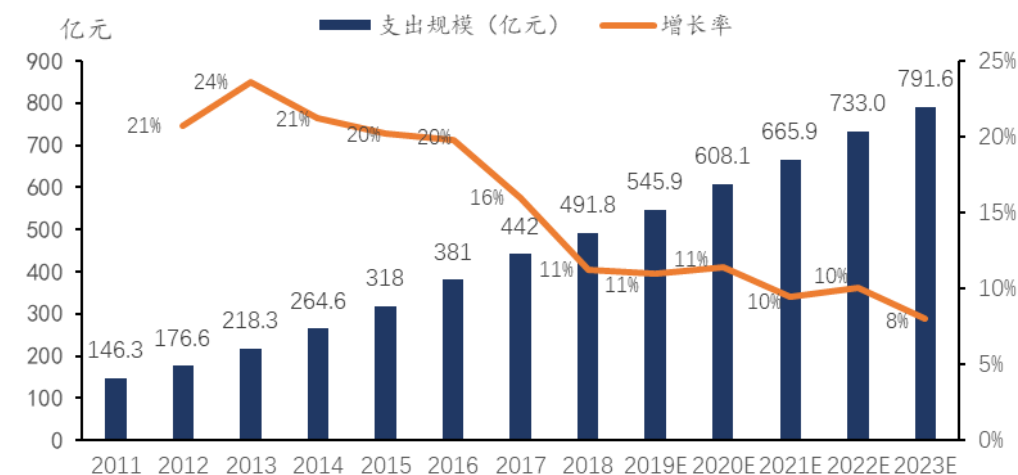
数据来源：东北证券，公司官网

5.2. 我国医疗 IT 建设投入不断深入，信息化水平仍有较大提升空间

2011-2018 年，医疗信息化市场规模持续增长。我国医疗信息化行业市场规模逐年递增，且增速保持在 10% 以上的较高水平。根据 IDC 最新发布的报告显示，2018 年我国医疗行业信息化支出为 491.8 亿元，同比增长 11.3%。IDC 预测，到 2023 年该市场规模将达到 791.6 亿元，未来 5 年的年复合增长率为 10.0%。

IDC 的增速预期，在 2020 年显示医疗 IT 支出增速较高且上升，而在 2021 年后有所下降，我们认为这是隐含了 2018 年发布的电子病历和 DRGs 试点计划在 2020 年建设完成，导致的短期需求向好，而此后需求不确定性的想法。我们认为，电子病历和 DRGs 都是后续医保控费的前期准备，因此后续持续投入是大概率事件，以近期发布的《健康中国规划》来看，后续医疗领域的支出增长大概率继续保持相对较高的增长态势。

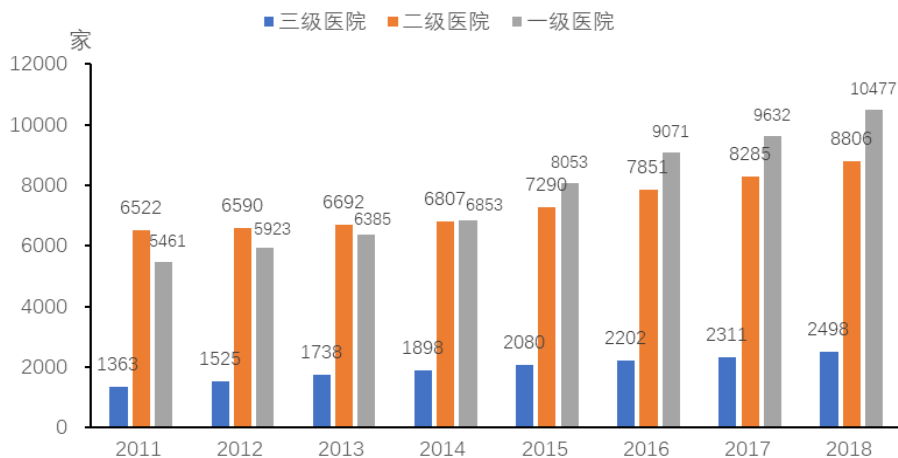
图表 26：中国医疗 IT 市场规模变化及预测



数据来源：东北证券，IDC

中国医院数量持续稳定增长，三级医院约占医院总数量的 7.7%。截至 2018 年 11 月，中国三级医院数量为 2498 家，占医院总数量的 7.7%；一级医院和二级医院分别为 10477 家和 8806 家，二者均持续稳定增长。

图表 27：中国一、二、三级医院数量发展



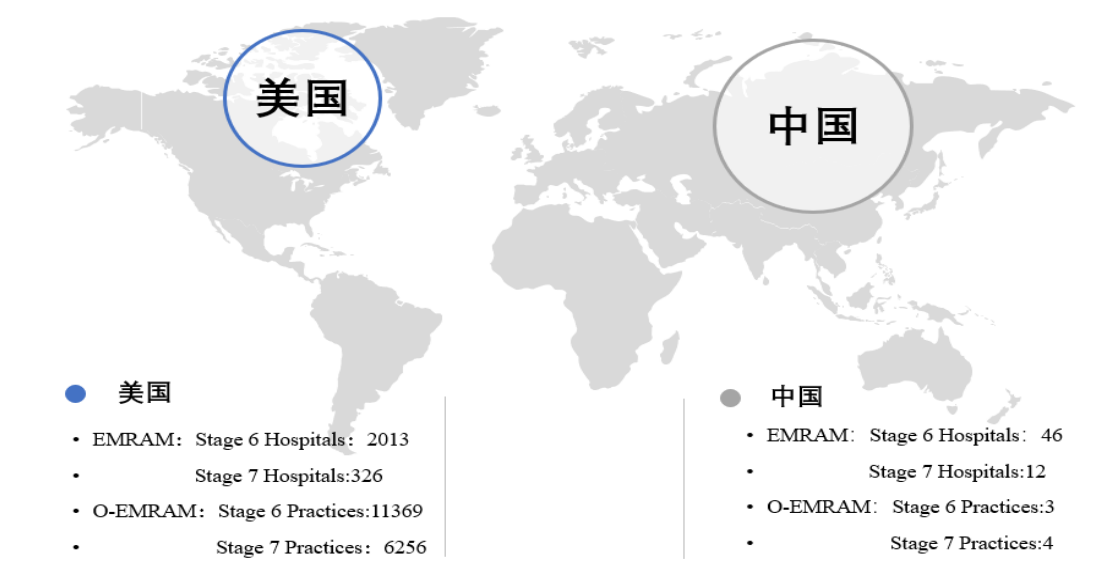
数据来源：东北证券，wind

对标美国医疗信息化，国内信息化程度仍然较低。HIMSS 评级可以作为评价一家医院电子病历应用水平的标准之一，中国 HIMSS 电子病历 6 级以上医疗机构数量远少于美国。根据 HIMSS Analytics 2019 年最新的数据：

1) 美国获得 HIMSS 电子病历 (EMRAM) 六级认证的医院已有 2013 家，获得 HIMSS 电子病历 (EMRAM) 七级认证的医院已有 326 家；获得 HIMSS 电子病历 (O-EMRAM) 六级认证的医院已有 11369 家，获得 HIMSS 电子病历 (O-EMRAM) 七级认证的医院已有 6256 家。

2) 中国获得 HIMSS 电子病历 (EMRAM) 六级认证的医院有 46 家，获得 HIMSS 电子病历 (EMRAM) 七级认证的医院有 12 家；获得 HIMSS 电子病历 (O-EMRAM) 六级认证的医院有 3 家，获得 HIMSS 电子病历 (O-EMRAM) 七级认证的医院有 4 家。

图表 28: 中美 HIMSS Analytics 电子病历 6 级以上医疗机构数



数据来源: 东北证券, HIMSS Analytics

与美国类似, 行业发展初期, HIS 是国内医院信息化的重点, 后期随着 HIS 渗透率的逐步提高, 电子健康档案 (EHR) 和电子病历 (EMR) 成为国内医疗信息化的重点方向。

5.3. 电子病历《规范》落地, 加速东华软件大健康布局

电子病历推广有明确时间表。国家卫生健康委员会发布的《关于印发电子病历系统应用水平分级评价管理办法 (试行) 及评价标准 (试行) 的通知》明确, 到 2019 年, 所有三级医院电子病历系统应用水平要达到分级评价 3 级以上; 到 2020 年, 所有三级医院要达到分级评价 4 级以上, 二级医院要达到分级评价 3 级以上。

电子病历系统应用水平划分为 9 个等级。每一等级的标准包括电子病历各个局部系统的要求和对医疗机构整体电子病历系统的要求。具体来讲, 对电子病历系统应用水平分级主要从 4 个方面进行评价: 电子病历系统所具备的功能, 系统有效应用的范围, 电子病历应用的技术基础环境, 电子病历系统的数据质量。

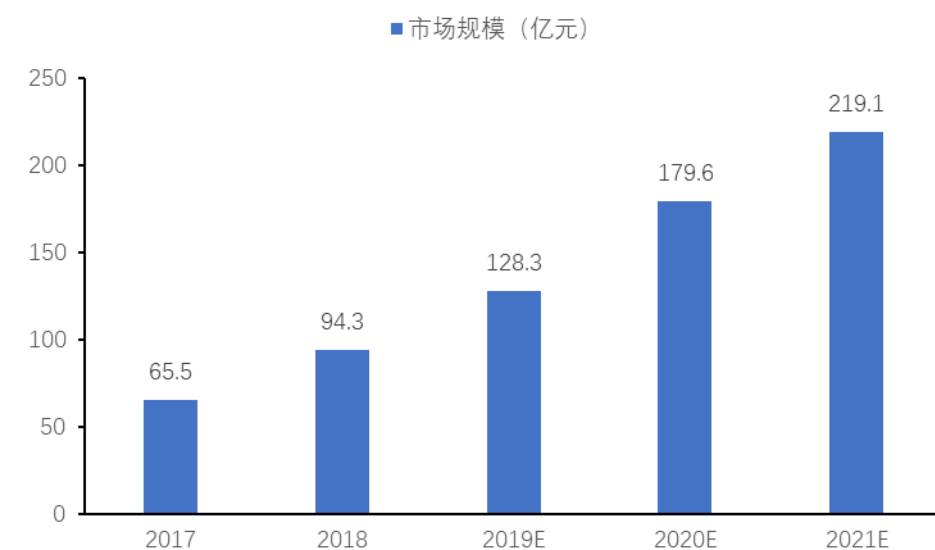
图表 29: 电子病历系统应用水平划分 9 个等级

8 级:	健康信息整合, 医疗安全质量持续提升
7 级:	医疗安全质量管控, 区域医疗信息共享
6 级:	全流程医疗数据闭环管理, 高级医疗决策支持
5 级:	统一数据管理, 中级医疗决策支持
4 级:	全院信息共享, 初级医疗决策支持
3 级:	部门间数据交换
2 级:	医疗信息部门内部交换
1 级:	独立医疗信息系统建立
0 级:	未形成电子病历系统

数据来源: 东北证券, 《电子病历系统应用水平分级评价标准 (试行)》

电子病历目前覆盖率低，政策推动下会带来大量需求。根据 2018 年中华医院信息网络大会数据显示，截至 2018 年 3 月，已经购买使用电子病历的二级及以上的医疗机构大约有 6000 家，其中包含全国 80% 的三级医院和 52% 的二级医院，二级医院的电子病历覆盖率尚低。从应用水平上，三级医院平均为 2.11 级，二级医院平均为 0.83 级，距离新版应用水平的要求有较大差距，围绕电子病历的系统 and 平台建设需求水涨船高。从电子病历供应商来看，市场上前五大供应商，**嘉和美康、东华软件、南京海泰**等占据了超过 60% 的市场份额，相对较为集中且发展迅速。

图表 30：中国电子病历市场规模预测



数据来源：东北证券，智研咨询

5.4. DRGs 推广助力东华软件收获更多订单

2019 年 DRGs 试点城市名单公布，推进趋势明显。5 月 20 日，国家医疗保障局召开疾病诊断相关分组（DRG）付费国家试点工作启动视频会议，会议公布了 DRG 付费国家 30 个试点城市名单。这意味着，DRGs 付费改革的试点工作正式从国家层面铺开。试点工作将按照“顶层设计、模拟运行、实际付费”分三年有序推进，通过试点实现“五个一”的目标，即制定一组标准、完善一系列政策、建立一套规程、培养一支队伍、打造一批样板。

图表 31： DRGs 试点城市名单



试点城市名单：

- 北京市、天津市、河北省邯郸市、山西省临汾市、内蒙古自治区乌海市、辽宁省沈阳市、吉林省吉林市、黑龙江省哈尔滨市、上海市、江苏省无锡市、浙江省金华市、安徽省合肥市、福建省南平市、江西省上饶市、山东省青岛市、河南省安阳市、湖北省武汉市、湖南省湘潭市、广东省佛山市、广西壮族自治区梧州市、海南省儋州市、重庆市、四川省攀枝花市、贵州省六盘水市、云南省昆明市、陕西省西安市、甘肃省庆阳市、青海省西宁市、新疆维吾尔自治区和新疆生产建设兵团均指定乌鲁木齐市

数据来源：东北证券，疾病诊断相关分组（DRGs）付费国家试点工作启动的视频会议

第三届中国 DRGs 收付费大会在京举办。为充分发挥支付方式改革在深化医药卫生体制改革中的重要作用，11 月 13-14 日，由国家卫生健康委体改司、财务司、医政医管局指导，国家卫生健康委卫生发展研究中心、世界卫生组织中国分类术语与标准合作中心主办的第三届中国 DRGs 收付费大会在京举办。会上，首都医科大学国家医疗保障研究院副院长应亚珍披露了未来三年中国 DRGs 实施的详细路径图。

2014 年，子公司万兴新锐对 DRGs 省级平台进行大量免费推广。为了配合国家卫生部的 DRG 试点要求，万兴新锐在外省市安装 DRGs 省级平台。陆续在湖北、吉林、山西、广东、云南、山东等 20 多个省市安装了 DRGs 省级平台。DRGs 分组器也已发布了多个版本，并在北京 DRGs 绩效平台的基础上，完成了北京市医管局 DRG 绩效平台的研发并已上线运行。

2019 年进入 DRGs 第二阶段推广，进一步完善 DRGs 功能。2014 年万兴新锐对省级平台进行了大量推广，但仅涉及了 DRGs 的基本功能，并未连接医院端。未来将会进一步完善区域平台，将市县一级、地市级平台与医院端连接起来，将带来增量收入。另一方面，东华软件的医院端控费系统已经完成了超 200 家，东华医院覆盖的超 600 家客户未来将有可能全部安装医院端，带来增量需求。

6. 数字中国战略推进，东华智慧城市业务发展或迎拐点

6.1. 新一代信息技术驱动下，智慧城市市场空间广阔

智慧城市大势所趋，全球范围广泛实践。欧盟于 2006 年发起了欧洲 Living Lab 组织，搭建欧洲智慧城市网络；新加坡 2006 年启动“智慧国 2015”计划，积极应用物联网等新一代信息技术；2009 年，迪比克市与 IBM 合作，建立美国第一个智慧城市；韩国以网络为基础，打造绿色、数字化、无缝移动连接的生态、智慧型城市。自 2008 年 IBM 提出了“智慧地球”这一理念后，各国加入到智慧城市建设的热潮中，据 MarketsandMarkets 统计，2018 年全球智慧城市市场规模为 3080 亿美元，预计到 2023 年，这一数字将增长为 7172 亿美元，CAGR 达到 18.4%。

我国智慧城市建设方兴未艾。我国智慧城市建设自 2008 年起步，从 2012 年起开始陆续出台国家层面的智慧城市建设的相关规划、评价体系等各项政策。住建部公布的前三批国家智慧城市试点累计 290 个城市，实际上到 2019 年全国 100% 的副省级以上城市、90% 的地级市总计 700 多个城市（含县级市）提出或正在建智慧城市，我国有望在“十三五”期间撬动万亿级的市场规模。

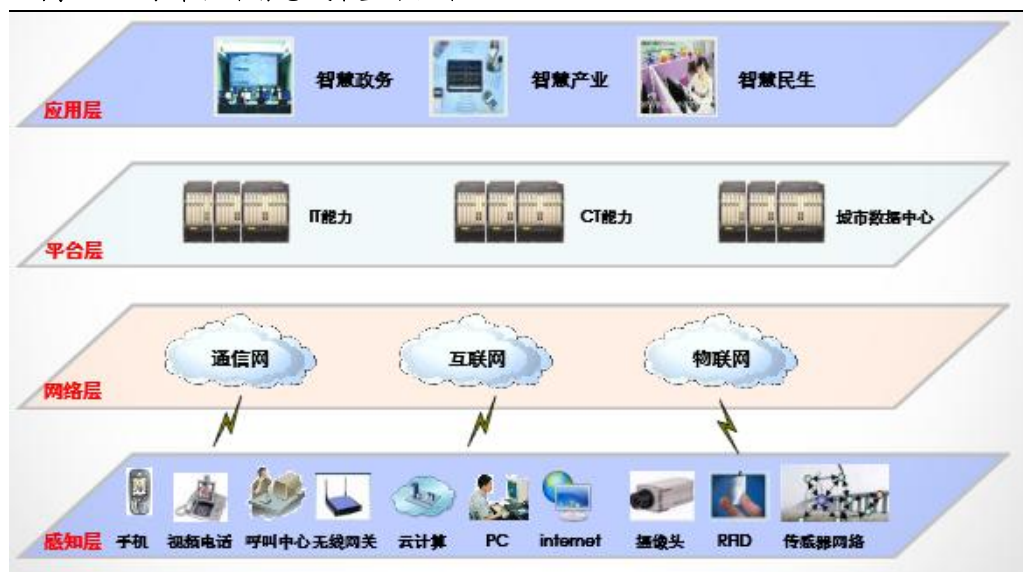
物联网、云计算、移动互联网为代表的新一代信息技术驱动下，各大软件和信息技术巨头企业纷纷加入智慧城市建设中。华为提出了“1+1+N”的智慧城市建设思路，即“1 个数字平台+1 个智慧大脑+N 个应用”；神州信息推出智慧城市运行管理平台解决方案，并与华为联手发布“智慧城市物联网解决方案”。东华软件旨在打造一个统一平台，构建三张基础网络，通过分层建设，达到平台能力及应用的可成长、可扩充，创造面向未来的智慧城市系统框架。

图表 32：2018 年智慧城市提供商 100 强

排名	名称	iPower	iBrand	iSite	综合得分
1	华为	96.66	95.99	93.93	96.25
2	神州信息	96.31	95.22	90.42	95.50
3	中国电信	96.47	89.44	94.21	94.84
4	海康威视	95.78	93.34	89.68	94.68
5	中国联通	94.69	94.84	92.52	94.50
6	新华三	93.46	92.45	86.14	92.52
7	浪潮	93.04	92.07	89.71	92.51
8	中国移动	92.06	94.52	85.31	91.88
9	中国平安	93.98	87.77	85.26	91.87
10	航天信息	91.97	91.14	87.34	91.34
11	中兴通讯	90.90	92.71	89.61	91.13
12	阿里巴巴	89.67	92.72	88.33	90.15
13	亨通光电	90.88	92.14	77.47	89.79
14	大华股份	91.03	85.95	85.69	89.48
15	中科曙光	89.65	91.49	82.04	89.25
16	腾讯	88.55	90.97	85.14	88.69
17	数梦工场	89.23	89.19	83.82	88.68
18	科大讯飞	89.15	88.29	84.09	88.47
19	东华软件	87.60	88.44	94.04	88.41
20	华夏幸福	89.82	83.30	87.06	88.24

数据来源：东北证券，《互联网周刊》

图表 33：东华软件智慧城市整体框架

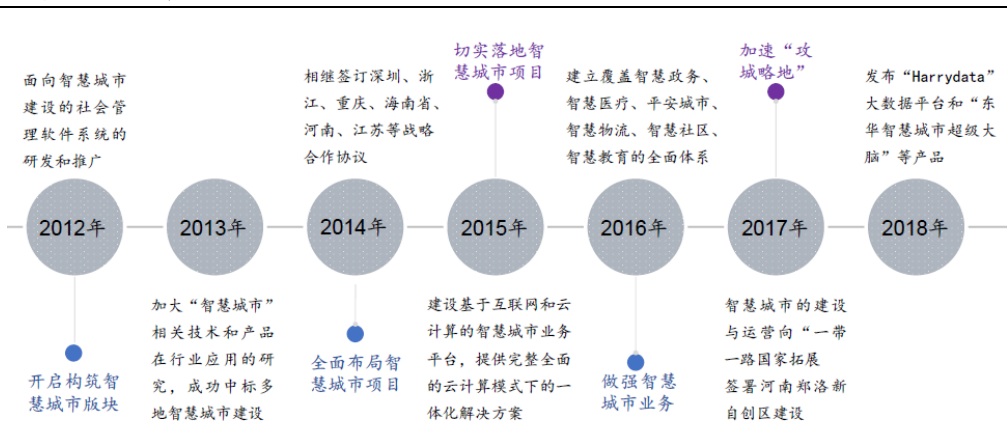


数据来源：东北证券，东华软件智慧城市解决方案

6.2. 内部整合+业务外拓，智慧城市建设持续推进

积极响应国家战略，东华软件 2014 年全面布局智慧城市。“智慧城市”最初起源于 IBM 在 2008 年提出的智慧地球概念，2012 年国务院正式发布“关于开展国家智慧城市试点工作的通知”，并印发了《国家智慧城市试点暂行管理办法》和《国家智慧城市（区、镇）试点指标体系（试行）》文件。2012 年公司启动研发智慧城市项目并于 2014 年全面布局“智慧城市”，积极推进与地方政府签订战略投资协议，运用政府力量，结合公司行业技术优势和项目经验，将公司具有突出优势的金融、医疗、交通等行业技术优势充分融合到“智慧城市”的项目建设上来，打造重点标杆项目，2014 年相继与深圳前海、浙江衢州、重庆永川、海南省、河南新郑、江苏如皋等签订战略合作协议。

图表 34：东华软件智慧城市业务发展历程



资料来源：东北证券，Wind

图表 35：东华软件智慧城市业务布局



资料来源：东北证券，Wind

抢先布局新区新城，受益城区自身信息化建设。公司着力布局雄安新区、郑洛新自创区的业务，打造助力城市治理的全产业链新型业务板块。从国家文件精神来看，雄安新区可塑性强，规划设计等级高，有望成为智慧城市的标杆案例，目前交通建设已经启动。公司自 2017 年开始布局雄安新区，设立全资子公司雄安东华全球软件研发有限公司，借力雄安信息化建设，构建更高效、更智能的城市运转体系，保持龙头地位。

2017 年 4 月，公司与河南省政府签署战略合作协议，抢先布局河南郑洛新国家自主创新示范区建设，公司未来将紧随国家战略，在国家级新区、自创区、中心城市建设中找准定位，发挥优势，带有全局性示范性辐射到中心城、重点城，形成 IT 行业中极具东华特色的智慧城市矩阵。

“一带一路”等政策影响下，加快业务海外拓展。智慧城市已经成为国际大城市治理的趋势和共识，公司落实“一带一路”战略，依托自身在大数据、云计算、物联网等方面的技术和资源优势，与海外合作伙伴智慧城市方面的深度合作，与巴基斯坦、哈萨克斯坦等国家的重要城市开展智慧城市方面的建设与运营，海外市场的拓展将为公司带来较大的增量空间。

整合公司资源，提质增效。公司集中旗下东华智慧城市股份有限公司、东华软件研究院、东华云计算有限公司等企业的优势资源，形成协同效果，持续加大智慧城市建设的推进力度。通过发起成立的中国智慧城市投资联合体 PPP 研究中心，研究制定智慧城市建设的规范性标准，增强公司未来在智慧城市建设中的话语权。

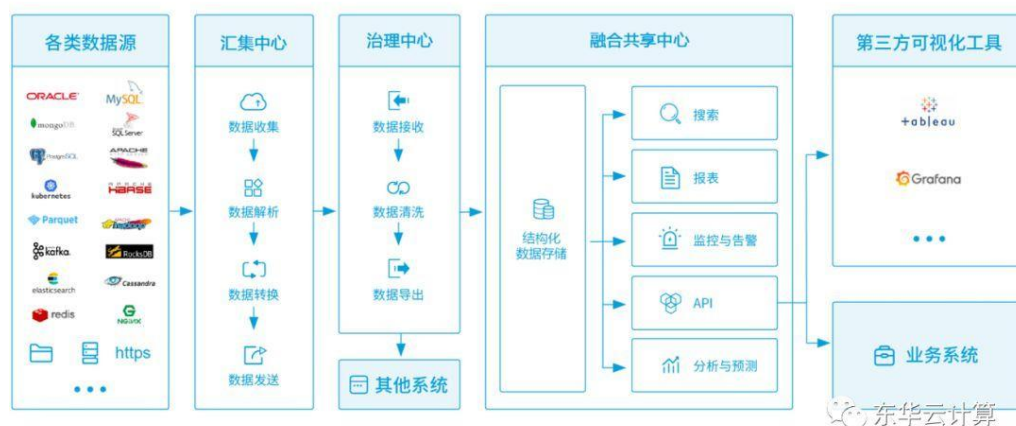
图表 36：公司整合资源推进智慧城市业务



数据来源：东北证券，wind

与腾讯共同打造智慧城市解决方案，为公司增长新高速提供有力支撑。公司与腾讯联手推出大数据产品 Harrydata，为政务各个系统的数据联通实现广泛价值，同时自有技术在相关项目中持续升级，目前该产品是未来东华智慧城市业务、腾讯云向政府推介的主打产品。此外，公司联合腾讯云 RayData、灵雀云、Intel 发布了“东华智慧城市超级电脑”产品，为各级政府及大小机构提供多种高效、可交付的智慧城市应用。与腾讯合作将进一步提升公司智慧城市业务竞争力，东华云有望成为行业领先云服务商。

图表 37：Harrydata 产品功能



数据来源：东北证券，东华云计算官网

智慧城市业务协同效应明显，贡献业绩增量。我们认为，公司智慧城市业务虽然毛利率相对较低，但对于公司的技术提升、项目实施经验积累和各地政府熟悉程度均有较大增益，在为公司创造业绩增量的同时有助于其他业务发展，提升公司整体拿单实力。

7. 首次覆盖给予“买入”评级, 目标价 12.20-12.84 元

7.1. 盈利预测: 预计 19-21 年公司归母净利润 11.95/15.38/19.77 亿元

医疗业务: 19-21 年收入增速 40%/45%/35%, 毛利率维持在 50.8%。我们预计 19-21 年公司医疗业务有望维持较高收入增速, 假设毛利率稳定在 18 年水平。

图表 38: 健康行业营收及毛利润预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
健康行业营收	814	1,101	1,542	2,236	3,018
YOY		35%	40%	45%	35%
健康行业毛利润	430	560	784	1,137	1,534
毛利率	52.9%	50.8%	50.8%	50.8%	50.8%

数据来源: 东北证券, Wind

金融行业: 19-21 年收入增速 25%/40%/40%, 毛利率为 23.1%。

金融国产化趋势下, 与华为战略合作带来新的增长点。 华为携手东华软件等 17 家生态伙伴共同成立金融开放创新联盟, 共建金融开放生态。东华的金融业务占营收和利润的很大部分, 与华为的战略合作有望增强业务话语权, 给公司金融业务发展带来新的增量。预计 19-21 年收入增速 25%/40%/40%, 毛利率较 18 年有望提升, 预计 19-21 年维持在 23.1%。

图表 39: 金融行业营收及毛利预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
金融行业营收	3,490	4,297	5,371	7,520	10,528
YOY		23%	25%	40%	40%
金融行业毛利润	874	907	1,242	1,738	2,434
毛利率	25.0%	21.1%	23.1%	23.1%	23.1%

数据来源: 东北证券, Wind

能源行业: 19-21 年收入增速 5%/15%/20%, 毛利率为 28.2%

电力、石油石化、煤炭三大领域协同发力。 在电力能源领域, 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。在能源互联网方面, 公司积极推进能源局试点单位落地。订单体量有望提升, 毛利率有望较 18 年同比改善, 假设 19-21 年毛利率为 28.2%。

图表 40: 能源行业营收及毛利预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
能源行业营收	915	943	990	1,139	1,366
YOY		3%	5%	15%	20%
能源行业毛利润	270	247	280	322	386
毛利率	29.5%	26.2%	28.2%	28.2%	28.2%

数据来源: 东北证券, Wind

政府行业：19-21 年收入增速 5%/10%/10%，毛利率维持在 29.2%

投入力度不断加大，与外汇局合作长期保持。公司持续加大在公安行业的投入，以“新一代智能警务”为纲要，不断完善公安行业应用产品和系统解决方案，强化在公安大数据平台及应用、公安大数据工具类应用分析系统等。此外，公司继续深化与国家外汇管理局的合作关系，承建了国家外汇管理局大数据分析应用场景开发项目等多个项目。预计 19-21 年收入增速 5%/10%/10%，根据 19H1 情况我们判断政府业务毛利率有望提升，预计 19-21 年毛利率维持在 29.2%

图表 41：政府行业营收及毛利预测（单位：百万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
政府行业营收	569	600	630	693	762
YOY		5%	5%	10%	10%
政府行业毛利润	166	157	184	202	166
毛利率	29.1%	26.2%	29.2%	29.2%	29.1%

数据来源：东北证券，Wind

互联网及计算机服务行业：19-21 年收入增速维持在 5%，毛利率维持在 26.6%

研究院逐渐发展，多领域解决方案成熟。东华工业 4.0 研究院继续依托国家政策，在智慧城市、智慧能源、智能建筑、智慧水务、智慧医院、智慧消防等领域都推出了成熟的解决方案。预计 19-21 年收入增速维持在 5%，毛利率维持在 26.6%。

图表 42：互联网及计算机服务行业营收及毛利预测（单位：百万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
互联网及计算机服务行业营收	284	302	317	333	350
YOY		6%	5%	5%	5%
互联网及计算机服务行业毛利润	84	80	84	89	93
毛利率	29.4%	26.6%	26.6%	26.6%	26.6%

数据来源：东北证券，Wind

通讯行业：19-21 年收入增速维持在 10%，毛利率维持在 26.5%

与腾讯合作，项目签单量大增。在保证通讯领域新用户数量不断增长的同时，积极与腾讯展开合作，逐步扩大云服务项目签单量。预计 19-21 年收入增速维持在 10%，毛利率维持在 26.5%

图表 43：通讯行业营收及毛利预测（单位：百万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
通讯行业营收	516	560	616	678	746
YOY		9%	10%	10%	10%
通讯行业毛利润	149	149	164	180	198
毛利率	28.8%	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%

数据来源：东北证券，Wind

预计公司整体 19-21 年收入分别为 101.3/132.7/174.4 亿元，收入增速分别为 20%/36%/18%，毛利率分别为 28.6%/28.8%/28.8%。

图表 44：公司整体收入毛利率预测（单位：百万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
公司整体收入	7,290	8,471	10,134	13,265	17,437
YOY	13%	16%	20%	31%	31%
毛利率	29.7%	26.8%	28.6%	28.9%	28.9%
健康行业	814	1,101	1,542	2,236	3,018
YOY		35%	40%	45%	35%
毛利率	52.9%	50.8%	50.8%	50.8%	50.8%
金融行业	3,490	4,297	5,371	7,520	10,528
YOY		23%	25%	40%	40%
毛利率	25.0%	21.1%	23.1%	23.1%	23.1%
能源行业	915	943	990	1,139	1,366
YOY		3%	5%	15%	20%
毛利率	29.5%	26.2%	28.2%	28.2%	28.2%
政府行业	569	600	630	693	762
YOY		5%	5%	10%	10%
毛利率	29.1%	26.2%	29.2%	29.2%	29.2%
互联网及计算机服务行业	284	302	317	333	350
YOY		6%	5%	5%	5%
毛利率	29.4%	26.6%	26.6%	26.6%	26.6%
通讯行业	516	560	616	678	746
YOY		9%	10%	10%	10%
毛利率	28.8%	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%
其他	661	652	652	652	652
YOY		-1%	0%	0%	0%
毛利率	28.4%	25.4%	25.4%	25.4%	25.4%
非主营业务	42	15	15	15	15
YOY		-65%	0%	0%	0%
毛利率	12.0%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%

数据来源：东北证券，Wind

费用率及净利润预测：预计 2019-2021 年归母净利润增速分别为 48%/29%/28%

1) 管理费用率：18 年公司管理费用率分别为 12.4%/7.1%，考虑公司 19 年调整研发人员及管理人员分类口径，管理费用率有望下降，预计 19-21 年管理费用率维持在 5.1%。

2) 研发费用率：2018 年公司研发费用率为 4.9%，由于公司预计加大研发投入以及口径调整，预计 19-21 年公司研发费用率持续为 7.4%。

3) 销售费用率及财务费用率：假设公司积极控制销售费用增长，且降低持有有息负债，预计 19-21 年公司销售费用率稳定在 3.5%，财务费用率分别为 0.5%/0.4%/0.3%

4) 净利润：预计公司 2019-2021 年归母净利润分别增长 48%/29%/28% 至 11.95/15.38/19.77 亿元。

图表 45: 费用及净利润预测 (百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
管理费用	901	600	515	674	885
占主营业务收入	12.4%	7.1%	5.1%	5.1%	5.1%
研发费用		417	752	985	1,294
占主营业务收入		4.9%	7.4%	7.4%	7.4%
销售费用	289	294	351	460	604
占主营业务收入	4.0%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
财务费用	42	99	53	48	51
占主营业务收入	0.6%	1.2%	0.5%	0.4%	0.3%
归母净利润	664	806	1,195	1,538	1,977
净利率	9%	10%	12%	12%	11%
增长率 (YOY)	-26%	21%	48%	29%	28%

数据来源: 东北证券, Wind

7.2. 首次覆盖给予“买入”评级, 目标价 12.20-12.84 元

采用分部估值法, 给予公司 380-400 亿目标市值, 对应目标价 12.20-12.84 元。给予公司金融业务 19 年 145 亿目标市值, 医疗业务 19 年 154 亿目标市值, 其他业务 19 年 81-101 亿目标市值。给予公司整体 380-400 亿目标市值, 对应目标价 12.20-12.84 元。首次覆盖给予“买入”评级。

参考公司金融业务毛利率, 假设 19 年金融业务净利率 9%, 对应金融业务净利润 4.83 亿, 参考可比公司 19 年 30x P/E, 给予公司金融业务 19 年 30x 目标 P/E, 对应目标市值 145 亿。

参考公司医疗业务毛利率, 假设 19 年医疗业务净利率 20%, 对应医疗业务净利润 3.08 亿, 参考可比公司 19 年 50x P/E, 给予公司金融业务 19 年 50x 目标 P/E, 对应目标市值 154 亿。

我们预计公司 19 年其他业务合计实现净利润 4.04 亿, 参考可比公司 19 年目标 P/E 35x, 考虑公司其他集成业务竞争力和市场地位较可比公司相对较低, 给予公司其他业务 19 年 20-25x 目标 P/E, 对应目标市值 81-101 亿。

图表 46: 可比公司估值表 (2019/12/3)

		净利润 (百万元)			市盈率		
	市值 (百万元)	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
金融 IT 类可比公司							
神州信息	12,217	364	451	549	34	27	22
高伟达	3,932	149	198	232	26	20	17
均值					30	23	20
医疗 IT 可比公司							
久远银海	7,144	157	218	292	45	33	24
卫宁健康	24,895	415	556	758	60	45	33
创业慧康	12,349	289	372	478	43	33	26
思创医惠	10,777	204	277	369	53	39	29
均值					50	37	28
其他集成可比公司							
太极股份	14,637	383	508	693	38	29	21
华宇软件	19,531	607	767	945	32	25	21
均值					35	27	21
东华软件	28,912	1,195	1,538	1,977	24	19	15

数据来源: 东北证券, Wind

8. 风险提示

- 1) **政策推进速度不及预期**: 若医疗信息化、金融创新等相关政策推进程度不及预期, 可能导致公司营收及利润不及预期。
- 2) **应收账款减值超预期**: 若公司应收账款回收进度不及预期, 可能导致应收账款大额减值, 从而盈利不及预期。
- 3) **商誉减值超预期**: 若公司此前并购标的营收不及预期, 可能导致商誉计提超预期, 从而盈利不及预期。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,087	2,698	2,321	2,024
交易性金融资产	-	-	-	-
应收款项	7,575	8,473	10,356	12,659
存货	4,637	4,952	6,201	7,816
其他流动资产	143	143	143	143
流动资产合计	13,762	15,476	17,991	21,286
可供出售金融资产	-	-	-	-
长期投资净额	221	221	221	221
固定资产	278	238	370	570
无形资产	132	120	112	108
商誉	781	781	781	781
非流动资产合计	2,244	2,205	2,343	2,551
资产总计	16,006	17,681	20,334	23,837
短期借款	1,845	1,845	1,845	1,845
应付款项	3,597	4,154	5,283	6,804
预收款项	8	10	13	17
一年内到期的非流动负债	4	4	4	4
流动负债合计	6,672	7,471	9,053	11,178
长期借款	-	-	-	-
其他长期负债	62	62	62	62
长期负债合计	62	62	62	62
负债合计	6,735	7,533	9,115	11,240
归属于母公司股东权益合计	9,175	10,059	11,135	12,518
少数股东权益	96	89	83	80
负债和股东权益总计	16,006	17,681	20,334	23,837

现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	806	1,195	1,538	1,977
资产减值准备	387	-	-	-
折旧及摊销	180	178	193	228
公允价值变动损失	-	-	-	-
财务费用	99	53	48	51
投资损失	15	(19)	(61)	(105)
运营资本变动	(806)	(304)	(1,310)	(1,468)
其他	(322)	-	-	-
经营活动净现金流量	351	1,096	403	679
投资活动净现金流量	(105)	(120)	(271)	(331)
融资活动净现金流量	(82)	(365)	(509)	(645)
企业自由现金流	165	611	(377)	(297)

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	8,471	10,134	13,265	17,437
营业成本	(6,203)	(7,230)	(9,431)	(12,403)
营业税金及附加	(17)	(21)	(27)	(36)
营业费用	(387)	-	-	-
管理费用	(294)	(351)	(460)	(604)
财务费用	(600)	(515)	(674)	(885)
资产减值损失	(99)	(53)	(48)	(51)
公允价值变动收益	-	-	-	-
投资净收益	(15)	19	61	105
营业利润	521	1,294	1,669	2,147
营业外收支净额	305	(3)	(3)	(3)
利润总额	826	1,292	1,666	2,145
所得税	(28)	(103)	(133)	(172)
净利润	798	1,188	1,533	1,973
归属于母公司净利润	806	1,195	1,538	1,977
少数股东损益	9	7	5	4

财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标				
每股收益 (元)	0.26	0.38	0.49	0.63
每股净资产 (元)	2.94	3.23	3.57	4.02
每股经营性现金流量 (元)	0.11	0.35	0.13	0.22
成长性指标				
营业收入增长率	162%	196%	309%	315%
净利润增长率	215%	482%	28.7%	28.5%
盈利能力指标				
毛利率	268%	286%	289%	289%
净利率	9.5%	11.8%	11.6%	11.3%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	1.52	1.66	1.83	2.03
存货周转率 (次)	1.34	1.46	1.52	1.59
偿债能力指标				
资产负债率	42.1%	42.6%	44.8%	47.2%
流动比率	2.06	2.07	1.99	1.90
速动比率	1.37	1.41	1.30	1.21
费用率指标				
销售费用率	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
管理费用率	7.1%	5.1%	5.1%	5.1%
财务费用率	1.2%	0.5%	0.4%	0.3%
分红指标				
分红比例	38.6%	38.6%	38.6%	38.6%
股息收益率	1.1%	1.6%	2.1%	2.6%
估值指标				
P/E (倍)	36	24	19	15
P/B (倍)	3.2	2.9	2.6	2.3
P/S (倍)	3.4	2.9	2.2	1.7
净资产收益率	8.9%	12.4%	14.5%	16.7%

资料来源：东北证券

分析师简介:

安永平: 东北证券计算机首席分析师, 上海财经大学硕士, 中国人民大学本科。曾就职于方正证券、安信证券、海通证券, 所在团队获得2015、2016年新财富分析师电子行业第一名, 2014年新财富分析师计算机行业第四名, 入围金牛奖计算机行业最佳分析师等。2019年加入东北证券研究中心。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中所涉及的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品或服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15%以上。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。
	减持	在未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen-xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
董冠辉	021-20361267	17602180663	donggh@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouyingl@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu-xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn