

东华软件（002065）：IT重构元年，华为鲲鹏重构集成商产业模式

2020年01月17日

强烈推荐/首次

东华软件 公司报告

事件：

2020年1月9日，华为公司联合东华软件宣布，基于鲲鹏处理器的“鹏霄”服务器首发问世，并在宁波市政务云上首次应用。同时，宁波鲲鹏生态创新中心正式揭牌，宁波鲲鹏产业园同步开园。“鹏霄”服务器是华为公司与东华软件基于计算技术和整机工程的生态共建结晶，由东华软件提供软件及集成技术支持，搭载了华为鲲鹏芯片和主板。现已完成与操作系统、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。

点评：

科技周期酝酿我国IT自主创新大周期，华为鲲鹏生态助推科技重构。

2020年有望是“IT重构”规模化落地元年，从CPU、服务器、存储，到软件操作系统、数据库、中间件等都将呈现技术产品市场等相关生态重新构建，同时相关上市公司必将重新构建各自竞争领域核心竞争力，因此我们认为新时代信息产业发展已经进入新起点，重构IT核心竞争力，是传统IT厂商及科技创新创业公司的着眼点。华为鲲鹏产业生态布局将会带动相关公司充分受益“IT重构时代红利”。华为鲲鹏产业生态覆盖万亿市场空间，其中服务器与部件以及行业应用两大领域市场空间约6,000亿。东华软件作为相关领域领军上市公司将持续获得科技重构带来的技术红利与业绩红利。

公司布局上游产业链，着眼商业模式升级，重构集成商价值。

随着“鹏霄”的落地应用及“5G+鹏霄”生态建设的市场拓展，公司可以有效升级集成商业模式，提升盈利水平，有望在未来实现业务收入逾百亿及利润逾十亿增长。

公司盈利预测及投资评级：

公司近三年营业收入平稳增长，主要客户集中、稳定，市场空间增长前景良好，预计公司2019到2021年收入分别为98亿、125亿和164亿，归母净利润分别为6.8亿、10.8亿和13.8亿，对应PE分别为69倍、43倍和34倍，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	7,290.13	8,470.59	9,819.95	12,462.8	16,447.8
增长率（%）	12.56%	16.19%	15.93%	26.91%	31.98%
归母净利润（百万）	663.80	806.41	677.82	1,082.96	1,379.70
增长率（%）	-25.29%	19.92%	-15.04%	59.77%	27.40%
净资产收益率（%）	7.46%	8.79%	7.00%	10.32%	11.96%
每股收益（元）	0.21	0.26	0.22	0.35	0.44
PE	70.72	58.06	68.72	43.01	33.76
PB	5.28	5.08	4.81	4.44	4.04

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

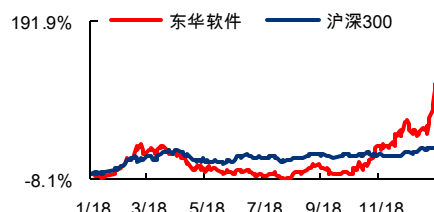
公司具有信息产业部计算机信息系统集成一级资质，为国内最早通过软件能力成熟度集成（CMMI）5级认证的软件企业之一，国家首批信息系统集成及服务大型一级企业，具有涉及国家秘密的计算机信息系统集成甲级资质及软件开发单项资质。主营业务为计算机信息系统集成、应用软件开发和信息技术服务。公司的应用软件、行业解决方案及技术服务已广泛应用于医疗、金融、智慧城市、电力、政府、通讯等行业。

未来6个月重大事项提示：

交易数据

52周股价区间（元）	14.42-7.11
总市值（亿元）	449.25
流通市值（亿元）	404.85
总股本/流通A股（万股）	311548/280754
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	1.48

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：王健辉

010-66554035

wangjh_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050004

分析师：叶盛

010-66554022

yesheng@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517070003

研究助理：陈晓博

chenxb_yjs@dxzq.net.cn

多年合作不断深化，做千亿华为的优质合作伙伴。

2002 年，东华软件与华为公司首度合作。至 2015 年，双方合作则全面升级。2020 年，华为公司联合东华软件宣布，推出基于鲲鹏处理器的“鹏霄”服务器。在与华为持续合作的近二十年间，公司由初期的华为产品经销商、服务商，逐步升级为华为优质合作伙伴。强强联合，共同为金融、医疗、智慧城市、通讯等领域客户提供优质解决方案。公司将持续与华为公司在各行业开展深度合作，依托千亿级国际巨型企业为公司谋求更大的市场份额及发展空间。

表 1：东华软件与华为历年合作

年份	与华为公司相关项目
2002	<ul style="list-style-type: none"> 东华软件即开始与华为的首度合作。
2013	<ul style="list-style-type: none"> 3 月，东华软件成为华为金牌经销商。 11 月，东华软件被认证为华为多产品一级经销商。
2014	<ul style="list-style-type: none"> 东华软件获得华为 CSP 网络 4 钻认证及 CSP IT 3 钻认证。
2015	<ul style="list-style-type: none"> 成为首批授牌的五钻认证服务商之一。 4 月东华软件与华为正式发布数字化医院联合解决方案。 10 月，荣获华为 2015 “最佳解决方案奖”。 合作项目江西大唐国际抚州电厂数据中心建设项目成功上线运行。
2016	<ul style="list-style-type: none"> 北京东华合创科技有限公司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突出重围。 中国邮政储蓄银行项目已经成为东华软件与华为公司合作的经典案例。
2017	<ul style="list-style-type: none"> 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。 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。 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。 共同开创“互联网+智慧水务”的创新试点。
2018	<ul style="list-style-type: none"> 东华医为联合华为在 Hadoop 上的全球领先地位，研发了东华医疗大数据平台。 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。
2019	<ul style="list-style-type: none"> 在“2019 华北区域医疗行业信息化论坛”会议上，联合发布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。
2020	<ul style="list-style-type: none"> 华为公司与东华软件公司联合宣布，推出基于鲲鹏处理器的“鹏霄”服务器，并在宁波市政务云上首次应用。

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

鲲鹏展翅，直上云霄，服务器应用前景广阔。

根据公司公布的数据，“鹏霄”CPU 采用业界领先的 7 纳米工艺，整机安全可靠，整合昇腾 AI 芯片，服务器的性能优于竞争对手 25%左右，可靠度高于对手 15%左右，能耗却要对手产品低 20%左右，广泛适用于大数据、分布式存储、云服务等领域。国产“鹏霄”服务器的问世，一改我国服务器市场几乎被国外垄断的格局。根据《鲲鹏计算产业发展白皮书》，新的计算产业链将推动全球计算产业快速发展，中国的服务器、存储、数据库等 IT 企业将迎来巨大的发展机遇。IDC 预测，到 2023 年，中国服务器市场空间 339.7 亿美元，占比超过全球市场的 30%，为公司“鹏霄”服务器提供巨大市场空间。后续东华软件将在宁波投资设立“鹏霄”服务器生产基地，同时与产业链上下游合作伙伴，共同推动鲲鹏生态在宁波落地扎根。

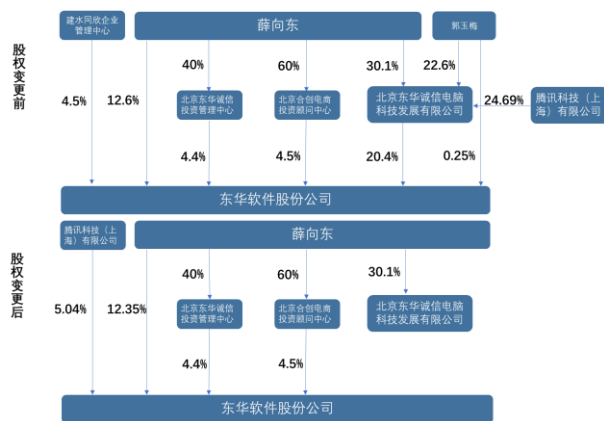
腾讯拟将直接持股，公司主营业务稳步向好。

2020 年 1 月 9 日，公司三大股东与腾讯科技签署了《股份转让协议》，拟将其合计持有的东华软件 5.04% 无限售流通股份协议转让给腾讯科技。此次股权转让完成，腾讯科技将由持股东华诚信信转为直接持股东华软件。公司与腾讯科技互利合作，有望进一步增强在行业内的核心竞争力和市场影响力。

截至 2019 年第三季度，公司实现营业收入 57.33 亿，较上年同期增长 14.34%，实现归母净利润 7.53 亿元，同比增长 15.5%。

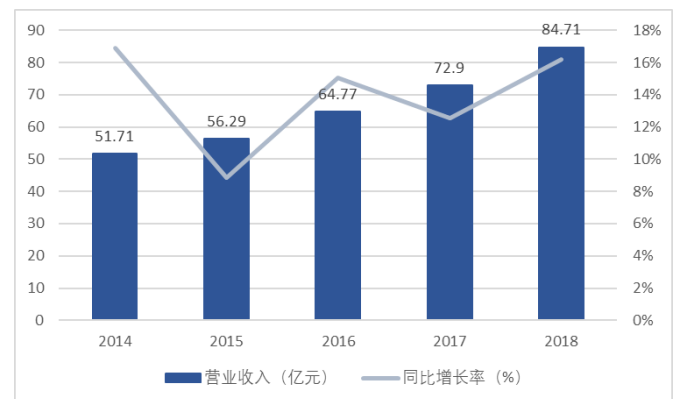
根据公司 2019 年度业绩预告暨商誉减值风险提示公告，公司归母净利润比上年同期下降 26%-13%，预计公司 2019 实现归母净利润 6-7 亿元，主要影响因素为预计 3 亿-4 亿商誉减值准备的计提。

图 1：股权结构变化



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 2：公司近年营业收入及增长率（亿元）

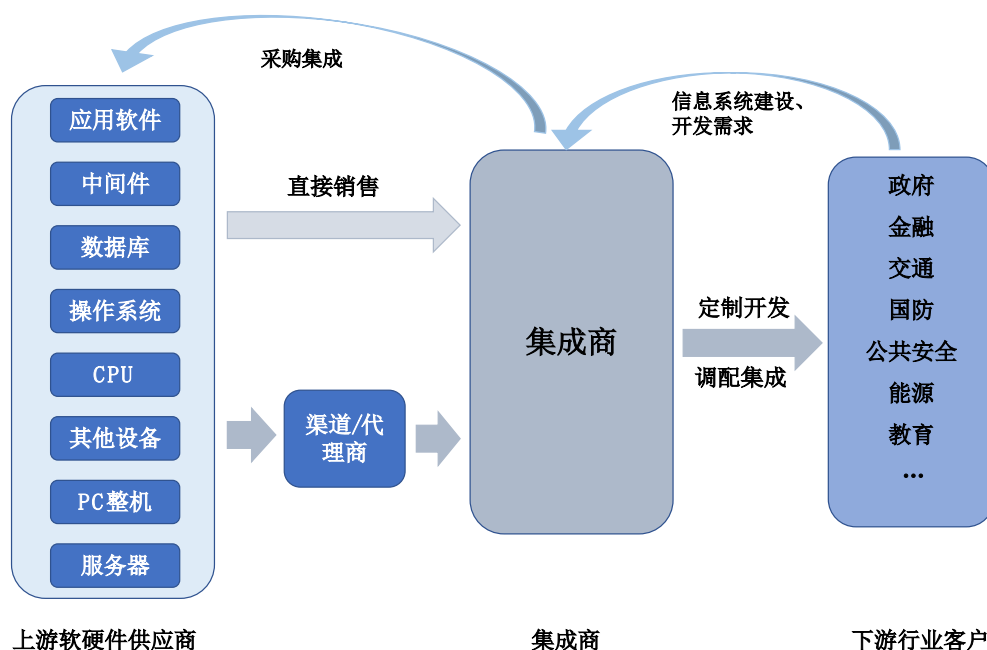


资料来源：Wind，东兴证券研究所

布局上游产业，共建鲲鹏生态，集成商业模式迎来升级。

公司是比较典型的综合性系统集成商，集成业务占公司收入的比重接近 70%，但是集成业务的毛利率不到 15%。集成商面对上游软硬件产品供应商和下游行业客户的双向挤压，利润水平较低。而且集成商一般服务模式为项目制，收入规模扩张需要伴随相应实施人员和资金的投入，扩张弹性较差，无法实现规模效应以提升利润率。在这种商业模式下，公司的盈利能力难以获得提升。

图 3：集成商纽带作用



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

公司通过布局上游产业链的方式，有效实现商业模式升级，提升在整个集成服务价值创造中的地位和公司整体盈利水平。在上游资源方面，公司建立了稳定的战略合作伙伴体系，与一流战略合作伙伴在最新技术与产品领域进行的深入合作，而且公司凭借对各行业客户的集成服务经验与技术能力，加强软件产品开发，有力提升公司议价能力与综合竞争力。此次公司通过与华为的合作推出“鹏霄”服务器，即是公司布局产业上游的重大进展。随着“鹏霄”的落地应用及“5G+鹏霄”生态建设的市场拓展，依托“鹏霄”服务器，架构公司已有的成熟的综合性行业一体化解决方案，公司可以有效升级集成商业模式，提升盈利水平，有望未来实现业务收入逾百亿及利润逾十亿的增长。

公司盈利预测及投资评级：

公司近三年营业收入平稳增长，主要客户集中、稳定，市场空间增长前景良好，预计公司 2019 到 2021 年收入分别为 98 亿、125 亿和 164 亿，归母净利润分别为 6.8 亿、10.8 亿和 13.8 亿，对应 PE 分别为 69 倍、43 倍和 34 倍，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：宏观经济不及预期；市场需求不及预期；政策支持不及预期；华为生态合作业务拓展不及预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表						单位: 百万元		利润表			单位: 百万元		
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		
流动资产合计	11787	13762	16179	20386	26687	营业收入	7290	8471	9820	12463	16448		
货币资金	1749	2087	2455	3116	4112	营业成本	5125	6203	7319	9274	12166		
应收账款	4728	5561	6457	8195	10815	营业税金及附加	22	17	69	87	115		
其他应收款	508	549	637	808	1067	营业费用	289	294	344	436	576		
预付款项	856	732	778	822	888	管理费用	901	600	589	748	987		
存货	3670	4637	5615	7115	9333	财务费用	42	99	111	210	412		
其他流动资产	94	143	183	263	382	研发费用	0	417	442	561	740		
非流动资产合计	2367	2244	1568	1544	1519	资产减值损失	594.27	387.11	500.00	200.00	200.00		
长期股权投资	136	221	221	221	221	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
固定资产	307	278	256	233	211	投资净收益	375.68	-15.50	0.00	0.00	0.00		
无形资产	153	132	124	117	110	加: 其他收益	64.53	82.98	82.98	82.98	82.98		
其他非流动资产	25	0	0	0	0	营业利润	759	521	528	1029	1335		
资产总计	14154	16006	17747	21930	28206	营业外收入	14.53	308.10	200.00	120.00	120.00		
流动负债合计	5054	6672	7907	11277	16518	营业外支出	12.31	2.78	15.00	15.00	15.00		
短期借款	932	1845	2618	5313	9613	利润总额	761	826	713	1134	1440		
应付账款	948	1259	1504	1906	2500	所得税	96	28	36	51	60		
预收款项	858	1226	1373	1593	1861	净利润	665	798	678	1083	1380		
一年内到期的非流动负债	0	4	4	4	4	少数股东损益	1	-9	0	0	0		
非流动负债合计	79	62	60	60	60	归属母公司净利润	664	806	678	1083	1380		
长期借款	4	0	0	0	0	主要财务比率							
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		
负债合计	5133	6735	7967	11338	16578	成长能力							
少数股东权益	126	96	96	96	96	营业收入增长	12.56%	16.19%	15.93%	26.91%	31.98%		
实收资本(或股本)	3140	3115	3115	3115	3115	营业利润增长	-15.52%	-31.36%	1.48%	94.70%	29.76%		
资本公积	2343	2154	2154	2154	2154	归属于母公司净利	-26.22%	21.48%	-15.95%	59.77%	27.40%		
未分配利润	2850	3282	3689	4339	5167	获利能力							
归属母公司股东权益	8895	9175	9684	10497	11532	毛利率(%)	29.70%	26.77%	25.47%	25.58%	26.03%		
负债和所有者权益	14154	16006	17747	21930	28206	净利率(%)	9.13%	9.42%	6.90%	8.69%	8.39%		
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	4.69%	5.04%	3.82%	4.94%	4.89%		
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	7.46%	8.79%	7.00%	10.32%	11.96%		
经营活动现金流	168	351	-269	-1347	-2341	偿债能力							
净利润	665	798	678	1083	1380	资产负债率(%)	36%	42%	45%	52%	59%		
折旧摊销	192.61	180.20	30.71	31.20	31.57	流动比率	2.33	2.06	2.05	1.81	1.62		
财务费用	42	99	111	210	412	速动比率	1.61	1.37	1.34	1.18	1.05		
应收账款减少	-478	-833	-896	-1738	-2620	营运能力							
预收帐款增加	112	368	147	220	268	总资产周转率	0.55	0.56	0.58	0.63	0.66		
投资活动现金流	-182	-105	145	-207	-207	应收账款周转率	2	2	2	2	2		
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.14	7.68	7.11	7.31	7.47		
长期投资减少	0	0	652	0	0	每股指标(元)							
投资收益	376	-15	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.21	0.26	0.22	0.35	0.44		
筹资活动现金流	519	-82	492	2215	3543	每股净现金流(最新摊薄)	0.16	0.05	0.12	0.21	0.32		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.83	2.94	3.11	3.37	3.70		
长期借款增加	0	-4	0	0	0	估值比率							
普通股增加	1570	-24	0	0	0	P/E	70.72	58.06	68.72	43.01	33.76		
资本公积增加	1	-188	0	0	0	P/B	5.28	5.08	4.81	4.44	4.04		
现金净增加额	505	164	368	661	996	EV/EBITDA	46.57	58.10	69.78	38.45	29.32		

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

分析师：王健辉

计算机行业首席分析师，四年证券从业经验，兼具 TMT 行业研发经验与一二级市场研究经验，曾任职方正证券，曾获 2018 年万得金牌分析师计算机行业团队第一名，2019 年加盟东兴证券计算机团队，践行产业研究创造研究价值理念。

分析师：叶盛

计算机行业研究员，西安交通大学工业工程专业学士，中央财经大学金融专业硕士，2015 年加盟东兴证券研究所，曾从事机械行业研究，现从事计算机、互联网行业研究。

研究助理简介

研究助理：陈晓博

中国人民大学会计硕士，2019 年加入东兴证券研究所，从事计算机行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。