

软件与服务

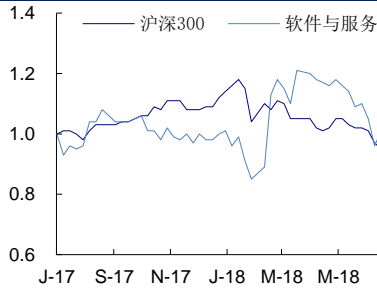
计算机行业 2018 年中期策略

超配

(维持评级)

2018 年 07 月 17 日

一年该行业与沪深 300 走势比较



相关研究报告:

- 《计算机 2018 六月投资策略: 抓住云计算龙头》——2018-06-13
- 《计算机行业投资策略: 云计算利好 IT 咨询公司》——2018-06-11
- 《计算机 2018 一季报综述及五月投资策略: 景气提升, 精选个股》——2018-05-11
- 《行业重大事件快评: 寒武纪发布 MLU100、1M 芯片, 中国制造实现端云全覆盖》——2018-05-04
- 《计算机行业周报: 信息化领域获得政府空前重视》——2018-04-23

证券分析师: 高耀华

电话: 010-88005312  
E-MAIL: gaoyaohua@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517060001

行业投资策略

B 端科技服务时代已来

● B 端产品崛起具备时代背景和产业基础

IT 产品和服务最重要的需求就是提升企业生产和运营效率, 而且很多情况下可以节省人工, 在中国人力成本持续提升的情况下, IT 行业在企业的需求在持续增加。中国政府推进的供给侧让 IT 行业的下游发生了结构型的变化, 下游行业集中度提升, 淘汰落后产能; IT 行业对应的很多下游行业盈利提升, 而且盈利改善之后的政策性要求对于信息化建设也在提速, 让中国的 IT 行业需求提速。云计算基础设施的完善让中国的 SaaS 公司存在技术基础, 云时代叠加 IT 需求提升将推动国内的 IT 行业升级。移动互联网的普及让企业的决策者和最终用户更习惯信息化办公, 是 B 端 IT 产品崛起的终端用户基础。

● 云时代有望诞生本土 IT 巨头

参照美国 SaaS 市场的发展历程, 小而美的 SaaS 产品更容易切入市场, 无论是 Salesforce、ServiceNow、Workday 等云时代的新公司, 还是微软、Oracle、SAP 做传统软件巨头云转型, 都是以单一功能的产品为主。中国市场上, 长尾企业更可能是巨头的市场, 目前阿里钉钉已经在协同办公市场做到 700 万企业客户、1 亿注册用户, 微信企业版等产品也在跟进。而大企业客户的 IT 产品和服务具备更高的业务壁垒、更强的客户付费能力, 传统上领先的软件公司更有可能在 SaaS 上做到领先。上市公司广联达的建筑造价云、石基信息的酒店云、恒生电子的金融云、卫宁健康的健康云都有机会成为本土的 IT 巨头。IT 服务商汉得信息也机会在云时代成为 IT 服务本土巨头。通用管理软件公司金蝶国际等在中型企业市场和大型客户的特色产品上更有优势。

● 政府的 IT 支出回归理性, 有核心产品的公司才会最终胜出

经济去杠杆会影响政府的一些高资本项目 IT 支出, 而中美贸易战也会影响科技扶持的政策, 政府的 IT 支出将更加理性。安防行业仍然是高景气行业, 龙头公司优势显著, 智能化时代有希望再次引领全球的产品方向。自主可控关注核心领域, 尤其是核心芯片。信息安全的市场集中趋势让行业竞争格局改善, 龙头公司优势越发明。而传统的系统集成公司在云时代率先转型的将有更好的发展。

● CDR 将改变科技股估值体系, 暂缓发行有利于短期市场情绪

CDR 发行的主体有较多海外上市及未上市的互联网龙头公司, 优质公司增加将使市场资金进一步集中, 更多小市值趋于边缘化; 有核心优势的公司估值重点也将从短期盈利延伸到长期价值。目前的暂缓发行对于正在进行云转型的 A 股 B 端产品龙头公司有情绪上的利好, 新业务模式兑现的公司将获得市场溢价。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2018E	2019E	2018E	2019E
002153	石基信息	买入	29.91	31,908	0.51	0.63	58.6	47.5
002410	广联达	买入	26.01	29,115	0.49	0.60	53.1	43.3
600570	恒生电子	买入	51.36	31,730	0.95	1.16	54.1	44.3
002415	海康威视	买入	36.70	338,641	1.31	1.68	28.0	21.8
300253	卫宁健康	买入	12.96	20,966	0.19	0.26	68.2	46.9

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 投资摘要

### 关键结论与投资建议

在中国人力成本不断上升以及经济转型升级的背景下，B 端服务的科技产品和公司有望崛起；云平台基础设施的成熟以及移动互联网对最终用户的反向影响也让信息化生产具备了产业条件和用户基础。

在中国信息化加速以及云计算模式叠加的情况下，大 B 端的软件产品和 IT 服务有望产生本土的 IT 巨头，推荐在竞争中已经胜出、业务壁垒高和用户付费能力强的行业云产品龙头，包括广联达、石基信息、汉得信息、恒生电子、卫宁健康。

### 核心假设或逻辑

第一，中国的劳动力成本上升和经济结构转型升级是持续性的，信息化对于企业生产效率提升以及人力减少是显著有效的。

第二，工业化向信息化转变，中国落后欧美市场 20 年以上，而云计算对于信息化的计算能力格局改变以及生产模式提升，中国企业比领先的美国企业落后时间相对较短。

第三，小微企业的 IT 需求同个人用户类似，需要低收费甚至免费、强用户体验，产品有自传播能力，头部产品市场集中等特点。而大中型企业的 IT 产品更偏生产工具，付费能力和付费意愿强，要求对业务理解和深度结合，业务壁垒相对较高。

第四，政府对于信息化的支持将从指导者变成用户和辅助者，政府按照计划经济式的自上而下进行信息化的“顶层规划”被证明效果一般，政府部门本身作为一个最终用户其信息化支出将更加理性。而对于产业的扶持也需要遵循市场化的规律，仅在需要政府协调资源的时候提供支持，最终的技术研发和产品推进还要遵循市场化的规律。

### 与市场预期不同之处

市场认为计算机公司的投资和云计算公司的高估值是主题投资为主，我们认为这忽视了中国经济发展和产业结构调整的时代背景，企业端的信息产品以及云产品是长期趋势。

市场按照惯性认为信息化发展要看政府的政策和指导思想，我们认为市场化的发展和竞争更加有效，通过市场竞争被证明已经胜出的公司在未来的产业发展过程中将有更强的竞争力。

### 股价变化的催化因素

定期报告集中披露期间，上市公司业绩将会对股价产生直接影响；提供云计算产品和公司，单独披露的云服务业务进展也会影响公司的估值和股价；CDR 的发行节奏会对计算机公司的估值和市场情绪有直接影响。

### 核心假设或逻辑的主要风险

市场整体向下，对估值相对较高的计算机板块可能有较大影响；企业客户对于云部署的产品接受以及技术上实现可能会时间超过预期；云产品转型的公司，其短期收入的影响将直接影响当期的利润表，在市场情绪较差的时候可能会影响公司估值。

## 内容目录

<b>B 端信息化崛起有时代背景和产业基础</b> .....	<b>5</b>
人力成本上升和供给侧改革的因素带动信息化提升效率需求 .....	5
云平台基础设施为 SaaS 服务商飞跃提供支撑 .....	6
移动互联网的普及让企业决策者和用户更习惯信息化的办公方式 .....	8
<b>企业客户的长尾和头部市场有各自机会</b> .....	<b>9</b>
“小而美”的 SaaS 应用更容易切入市场 .....	9
长尾客户是巨头争夺的红海市场 .....	10
大 B 端客户有强付费能力和高护城河，行业云有望成就本土 IT 巨头 .....	11
通用产品争夺中端市场和垂直功能 .....	22
<b>去杠杆和贸易战让政府的信息化支出回归理性</b> .....	<b>24</b>
安防市场仍然是需求景气、技术革新的市场 .....	24
自主可控需要关注核心技术领域 .....	25
信息安全有市场集中的趋势，龙头公司有望拿到更大份额 .....	26
系统集成公司在云时代都在转型 .....	28
<b>CDR 会让资金进一步分化，短期暂缓消化市场情绪</b> .....	<b>28</b>
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>30</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>30</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>30</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>30</b>

## 图表目录

图 1: 各主要行业从业人员平均工资及增长趋势 .....	5
图 2: 全部国有及规模以上非国有工业企业合计收入、管理费用及其增速 .....	5
图 3: 工业各行业产能利用率显著提高 .....	6
图 4: IaaS、PaaS、SaaS 不同的内容 .....	7
图 5: Gartner 2017 年 IaaS 魔力象限 .....	7
图 6: 国内 IaaS 竞争情况 .....	8
图 7: 阿里云历年收入及其增长的情况 .....	8
图 8: 2017-2021 年中国公有云 SAAS 市场 .....	9
图 9: 钉钉的客户类型及数量 .....	10
图 10: 钉钉自有产品及开放平台提供的产品功能 .....	11
图 11: 广联达 2017 营业收入结构 .....	12
图 12: 广联达转型升级方向 .....	12
图 13: 广联达拥有丰富的 BIM 产品体系 .....	13
图 14: 石基信息的平台战略 .....	14
图 15: 石基信息酒店系统的三层云架构方案 .....	14
图 16: 信息系统前台、中台、后台的示意图 .....	15
图 17: 智能制造 5 层模型及相互间关系 .....	16
图 18: 中国主流 PLM 市场规模 .....	16
图 19: 汇联易产品截图 .....	17
图 20: 恒生电子发展历程 .....	18
图 21: 恒生电子主要子公司 .....	19
图 22: 晓鲸在 CCTV2 节目现场 .....	20
图 23: 晓鲸机器人 .....	20
图 24: 卫宁健康成长历史 .....	20
图 25: 药品零加成的影响 .....	21
图 26: 卫宁健康智慧医院解决方案 .....	22
图 27: 卫宁健康双轮驱动的发展战略 .....	22
图 28: 中国 ERM 市场本地部署和 SaaS 模式的市场预测 .....	23
图 29: 金蝶国际的收入增长 .....	23
图 30: 金蝶国际的云业务收入比例 .....	23
图 31: 金蝶云系列产品 .....	24
图 32: 视频监控行业全球及中国市场规模 (亿美元) .....	24
图 33: 主要安防公司国内市场占有率 .....	25
图 34: 海康威视的 AI Cloud 设计理念 .....	25
图 35: 中科曙光参股公司天津海光与 AMD 合作结构图 .....	26
图 36: 网络安全相关的国家政策和文件 .....	27
图 37: 中国网络安全市场规模 (百万美元) .....	27
表 1: 海外领先的 SaaS 公司业务及市值规模 .....	9
表 2: 中国各类标杆的 IT 公司自 2010 年以来的成长性 .....	11
表 3: 金融云行业政策 .....	19
表 4: 赛门铁克上市之后的收购 .....	28
表 5: 战略配售基金募集情况 .....	29

## B 端信息化崛起有时代背景和产业基础

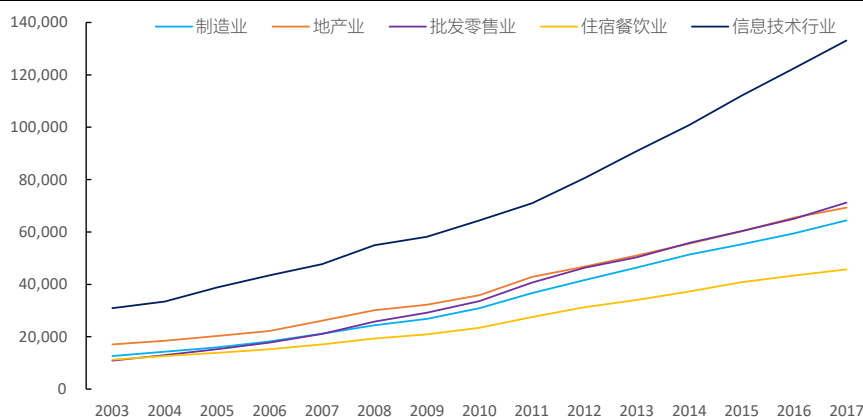
### 人力成本上升和供给侧改革的因素带动信息化提升效率需求

B 端服务的崛起是一个正在被普遍关注，计算机行业作为下游应用于各行业的支撑性产品，软件产品提升效率和节省人工正在成为 B 端服务的重要产品和生产方式。

信息技术的产生和发展的基础来自于对于效率的提升，而中国正在经历比较大的人力成本上升阶段，从 2003 年到 2017 年的 15 年时间里，我们统计主要的下游行业制造业、地产业、批发零售业、住宿餐饮业和信息技术行业，人均工资增长了 4 倍-6.5 倍，人力成本的大幅上升正在严重影响各行业的盈利能力。

以人工费用占比较高且平均工资较高的信息技术行业为例，从业人员平均工资从 2003 年的 3.09 万元涨到 2017 年的 13.32 万元。

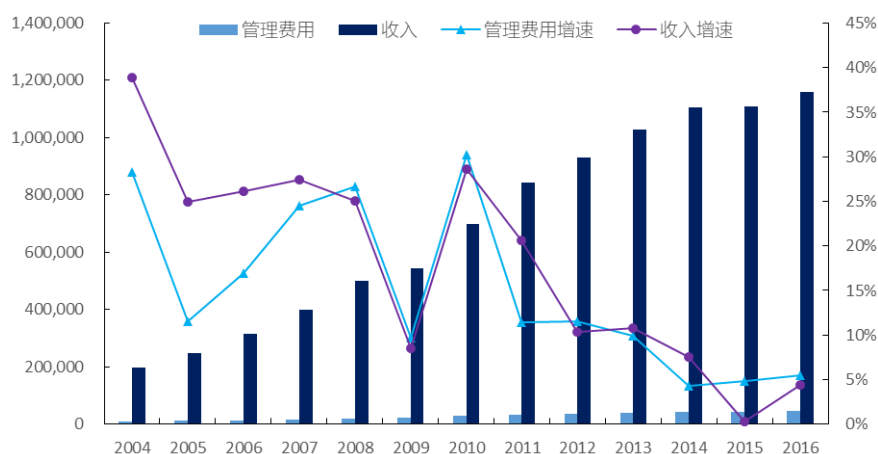
图 1：各主要行业从业人员平均工资及增长趋势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

观察另外一个指标，即全国国有及规模以上非国有工业企业的合计收入、管理费用及其增速来看，最近几年的管理费用增速显著超过了收入增速，收入增速从 2011 年开始有一个换挡降速的过程，反映中国工业企业实际的发展情况；而这期间管理费用仍然保持增长，从而压缩工业企业的盈利水平。

图 2：全部国有及规模以上非国有工业企业合计收入、管理费用及其增速

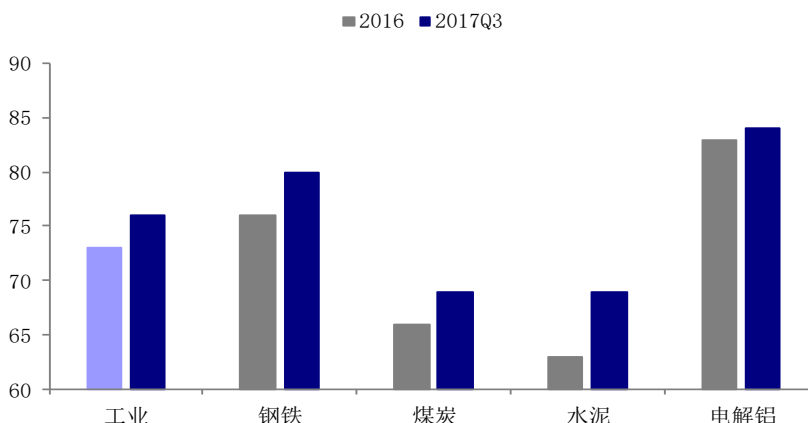


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

除了人力成本长期的上升趋势之外，近几年之上而下推行的供给侧改革也让企

业发展和竞争到了提升效率和以来信息化手段的阶段。

图 3：工业各行业产能利用率显著提高



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

从供给侧改革的效果来看，工业、钢铁、煤炭、水泥、电解铝的产能利用率都较前年显著提升，淘汰落后产能在这些行业已经起到效果。产能利用率提升之后整个行业剩下的公司盈利都在改善，而供给侧改革则要求盈利改善之后的企业只能更多的投资于提升效率的产品上，包括自动化设备、工业软件以及管理软件。

所以，供给侧改革直接的推动了信息化短期的需求。

欧美国家诞生第一批软件巨头微软、Oracle、SAP 都在 20 世纪 70 年代，契合了当时从工业化到信息化发展的阶段。而 2000 年之后诞生的 SaaS 巨头如 Salesforce、Intuit、Workday、ServiceNow 等公司，则是软件服务发展到云时代的新服务模式。

中国软件行业的发展，在当前阶段则是信息化提升效率和云计算基础架构成熟的叠加，对国内软件行业发展和升级有跨时代的意义。在中国的消费级互联网已经发展到全球领先的情况下，面向 B 端的软件和产品，将是中国制造业能力提升的关键。

### 云平台基础设施为 SaaS 服务商飞跃提供支撑

云计算相当于重构了传统的架构，从底层的基础设施到应用层的产品，都可以采用服务租用的模式。

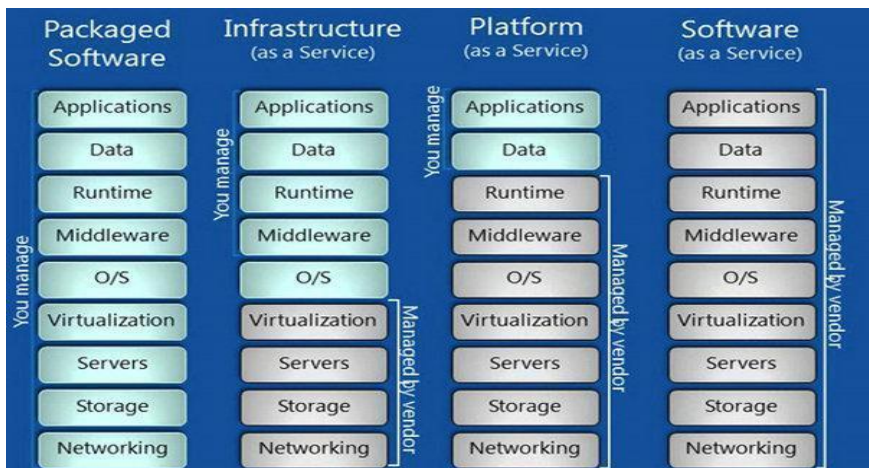
对于企业 IT 建设来说，最直接的是不再需要购买和维护自己的服务器，也不需要机房托管，可以向大型 IaaS 厂商租用云服务，除了价格优势之外，还可以节省运维成本，而且可以按需使用，对于业务规模弹性比较大的公司非常实用。

而云平台的模式让底层的计算能力逐渐集中，无论是成熟的美国市场，还是快熟爆发的中国市场，IaaS 厂商都由几家巨头寡占并提供服务。

而 SaaS 的模式则对软件公司的业务模式是质的提升，在传统的许可授权模式下，软件公司一次性销售就跟客户结束了商业关系，后续再次升级需要进一步的销售，产品研发不一定能够很好的匹配用户的需求，另外产品更新需要额外的高营销费用。而在云的模式下，SaaS 产品向客户收取租用费，产品升级可以快速迭代，在产品满足用户需求的情况下，高续费率会产生持续的业务收入和后续的高增长，对于软件公司的商业模式是很大的提升。

SaaS 是最终用户接触的应用层功能，SaaS 的市场接受需要用户对于云计算产品的接受和基础 IT 架构的转型，IaaS 巨头起到了重要的市场普及的作用。

图 4: IaaS、PaaS、SaaS 不同的内容

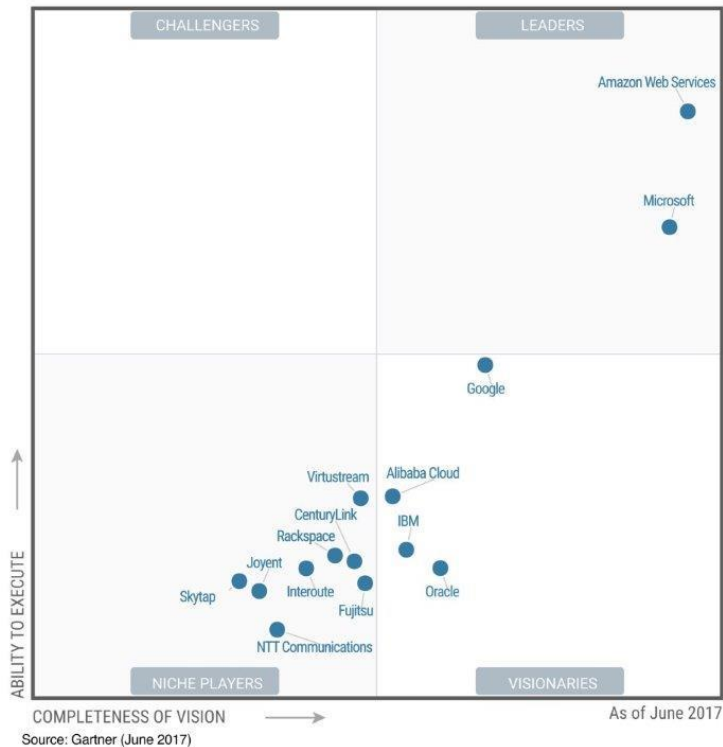


资料来源:知乎, 国信证券经济研究所整理

按照 Gartner 2017 年对于 IaaS 魔力象限的评价, Amazon Web Services 和微软处在领导者的角色, Google、阿里云处在跟随者的角色; 从全球来看阿里云也是比较领先的 IaaS 厂商, 考虑到阿里云的业务主要在国内开展, 可以认为中国的云平台基础设施已经比较完善。

图 5: Gartner 2017 年 IaaS 魔力象限

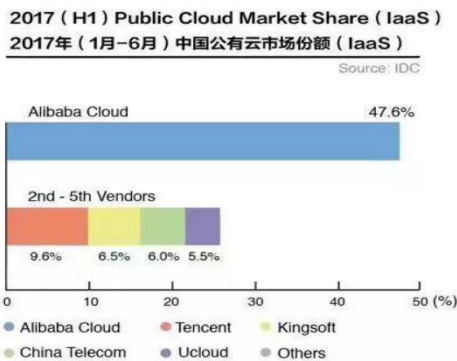
Figure 1. Magic Quadrant for Cloud Infrastructure as a Service, Worldwide



资料来源:Gartner, 国信证券经济研究所整理

如果单论国内市场, 阿里云在国内公有云的市占率接近一半, 超过后面腾讯云、金山云、电信云、Ucloud、华为云等几家的总和。

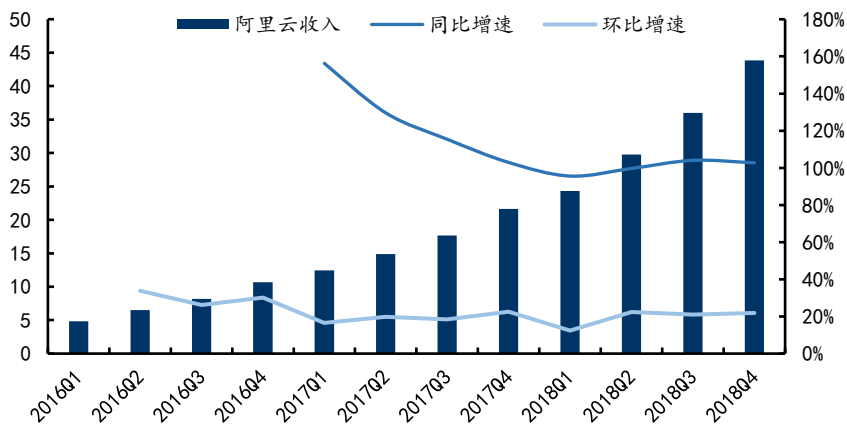
图 6: 国内 IaaS 竞争情况



资料来源:IDC, 国信证券经济研究所整理

阿里云的增长基本代表了国内云计算行业的增速以及规模, 阿里云已经连续 10 个季度收入翻倍增长, 阿里云 2017 财年收入达到 112 亿元, 付费用户 2 年内 3 倍增长, 突破 100 万。

图 7: 阿里云历年收入及其增长的情况



资料来源:阿里巴巴, 钛媒体, 国信证券经济研究所整理

以阿里云为代表的云平台基础设施成熟为国内的 SaaS 服务商提供了跃进的机会, 在当前人力成本上升和供给侧改革因素推进的信息化进程中, SaaS 服务商有望异军突起。

**移动互联网的普及让企业决策者和用户更习惯信息化的办公方式**

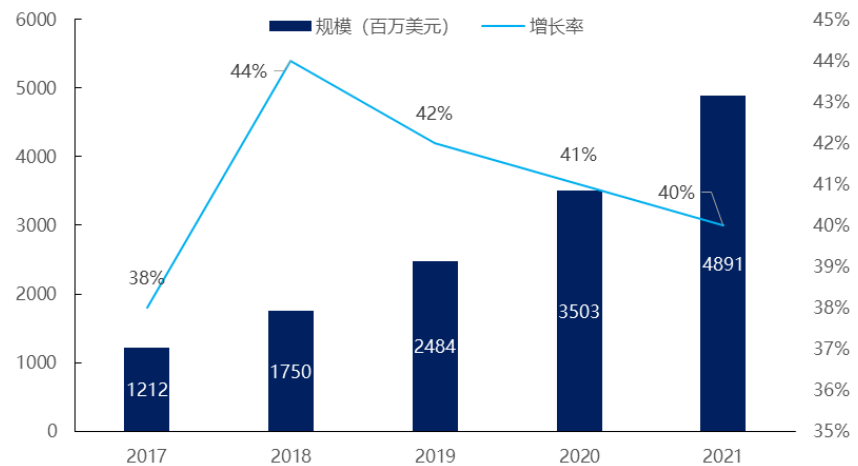
相比于中国落后的 B 端服务商以及软件产业来说, C 端的互联网产品在全球来看都保持领先, 因为人口效应推动的互联网产品优势明显, 而在 10 年之后的这一轮移动互联网浪潮, 更是让中国的网民渗透到县城甚至农村。

移动互联网的普及, 让企业决策者和最终用户更习惯于信息化的办公方式, 反过来促进企业管理软件的发展。

管理软件的发展同时具备了市场需求、技术基础和终端用户的接受。

根据 IDC 的预计, 中国公有云 SAAS 在 2017-2021 年将维持 40% 以上的复合增速, 虽然 2017 年仅 12.1 亿美元的小市场, 但是未来几年将快速增长, 到 2021 年就将达到 48.9 多的市场, 实现 4 年 4 倍以上的增长。

图 8：2017-2021 年中国公有云 SAAS 市场



资料来源:IDC, 国信证券经济研究所整理

## 企业客户的长尾和头部市场有各自机会

### “小而美”的 SaaS 应用更容易切入市场

美国的 SaaS 公司起步从 1999 年 Salesforce 成立开始作为一个重要的标志；2004 年 Salesforce 和 NetSuite 分别上市，在各自领域实现了持续高速增长；2014 年之后，一批中小型的 SaaS 公司陆续在 Nasdaq 上市，关注度逐渐提升。

表 1：海外领先的 SaaS 公司业务及市值规模

公司	主要产品	市值 (亿美元)
Salesforce	CRM	1087
Intuit	小微企业财务及个人报税软件	548
ServiceNow	IT 服务和流程管理	344
Workday	HR 系统	297
Veeva Systems	生命科学领域 CRM SaaS	119
NetSuite	云 ERP	16 年 93 亿美元被 Oracle 收购

资料来源:Wind, Oracle 公告, Salesforce 公告, 国信证券经济研究所整理

目前上市的 SaaS 公司市值领先的包括 Salesforce、Intuit、ServiceNow、Workday 等公司。

Salesforce 发展近 20 年，去年收入已经达到 108 亿美元，SaaS 市场率先收入超过百亿美元的公司；虽然 Salesforce 的产品逐渐多样，但是仍然以 CRM 系统为主打产品。

ServiceNow 也是一家代表性的 SaaS 公司，主要从事 IT 服务和流程管理，在线进行标准化的 IT 服务和运维工作，在一个细分市场做到巨头。

Intuit 的产品主要面向小微企业和个人，提供财务及报税的云端产品。Workday 从事 SaaS 版本的 HR 管理系统，而且面向大型客户有较好的市场表现。Veeva 则更是面向更加细分市场的生命科学领域 CRM 的 SaaS 产品，同样做到百亿美元以上的市值。

可以看到，新兴公司进入 SaaS 市场，都是从某一垂直功能切入；从客户接受度和体验的角度来说，SaaS 对比传统的套装管理软件，也在功能相对单一的领

域表现更好。传统软件巨头切入 SaaS 市场，也是提供“小而美”的产品或者模块。

微软进入 SaaS 市场较早，而且产品全面转型，桌面的 Office365 占据绝对的市场领先，面向企业的协同办公也保持市场领先。

Oracle 和 SAP 这 2 家传统的面向大型企业的管理软件公司切入 SaaS 市场则晚的多。

Oracle 于 2016 年 11 月收购云 ERP 公司 NetSuite，同时宣告全面转云。Oracle 在 2015 年推出 EPM 云产品之后，也是按照模块推广，从计算和预算，到报税和分析，相当于把传统的 ERP 软件模块分拆出来。在 HCM（人力资源管理）这个市场，Oracle 同样推出 SaaS 产品，同垂直市场的 Workday 正面竞争。在 Salesforce 领先的 CRM 市场，Oracle 同样也推出了 CX 云（Customer Experience Cloud）以及对应的供应链套件。另外，Oracle 还并购了云安全公司 Palerra，提供安全产品的组件。

SAP 因为产品本来是客户端部署，所以云转型速度更慢，目前在 SaaS 领域主要通过并购的方式进入，最早于 12 年并购 Ariba，云交易社区；14 年并购 FieldGlass，实现采购和外聘员工管理；14 年收购 Concur，差旅和费用管理软件；15 年收购的 Multiposting，从事网上发布工作和实习机会。核心的 ERP 套件 SAP HANA Cloud 目前还处在起步阶段。

从海外的 SaaS 公司发展历程看，无论是已经成长起来的数百亿美元的 SaaS 巨头，还是传统软件巨头切入 SaaS 市场，垂直功能的 SaaS 更容易切入市场，传统上大而全的 ERP 目前仅在业务模式比较简单的小微企业上适用。

### 长尾客户是巨头争夺的红海市场

SaaS 产品最大的潜力是长尾的中小企业客户，中国工商注册的企业超过 8000 万户，考虑到大量没有实际经营的注册公司和没有管理需求的经营主体，有效的企业也在 4000 万家以上，中国的企业市场数量远超过美国。

因为小 B 端的产品需求很多和 C 端是类似的，追求低价甚至免费、追求用户体验、企业协作的产品还有网络效应。我们判断长尾的中小企业市场是巨头争夺的红海市场。

阿里钉钉是目前已经在企业办公市场成长起来的公司和产品，钉钉从 2015 年初上线，至 2017 年底用户已经超过 1 亿，企业组织数量超过 700 万，已经成为全球最大的企业服务平台。

图 9：钉钉的客户类型及数量



资料来源：钉钉网站

在钉钉的 700 万客户中，IT 互联网企业超过 130 万家，制造业、贸易物流业、建筑地产业也分别有 70 万、50 万和 45 万家家以上，可见钉钉已经覆盖了各种类型的企业客户。

在产品功能上，钉钉提供基础的办公及协作产品，同时开放平台向第三方 SaaS 公司入驻，提供企业管理日常所需的各种功能。

图 10: 钉钉自有产品及开放平台提供的产品功能

钉钉自有产品

统一通讯录 智能人事 沟通 DING 智能电话 移动办公 钉钉安全 钉盘

钉钉开放平台的产品功能

协同效率 CRM 财务 市场营销 会务 人力资源 个性化定制 供应链与分销 行政 服务 其他

资料来源: 钉钉, 国信证券经济研究所整理

钉钉的自有产品包括统一通讯录、智能人事、DING、钉盘等; 第三方入驻产品提供的功能包括协同办公、CRM、财务、营销、HR 管理、供应链管理等。而钉钉每年的发布会也在发布新的产品, 不断完善钉钉的办公产品体系。

除了钉钉海外, 微信企业版也有 150 万注册企业, 活跃用户 3000 多万。产品甚至有网络效应。2017 年底, 美团开放办公 IM “大象” 的注册, 提供协同办公的功能。18 年, 今日头条也将内部使用的企业 IM 产品 Lark 对外开放。因为长尾用户的市场潜力巨大, 而中国小微企业的 SaaS 产品门槛相对较低, 现在及未来都将成为巨头争夺的红海市场。而创业的 SaaS 公司可以入驻巨头的平台, 降低获客成本, 提供细分的功能。

大 B 端客户有强付费能力和高护城河, 行业云有望成就本土 IT 巨头

中国的软件行业发展至今, 早年的软件外包公司都在转型或者走下坡路, 包括东软集团、文思海辉、中软国际等公司; 早期规模较大的系统集成公司也普遍转型, 包括华胜天成、东华软件、太极股份等。

中国本土的行业软件龙头, 因为产品化能力强、业务壁垒高, 在竞争中持续成长, 目前已经在利润规模和公司市值上显著超过 14 年之前的规模。

表 2: 中国各类标杆的 IT 公司自 2010 年以来的成长性

	股票代码	公司	最新市值 (亿元)	2010 年收入	2017 年收入	收入增长倍数	2010 年净利润	2017 年净利润	净利润增长倍数
行业软件	002410.SZ	广联达	306	4.5	23.6	5.2	1.7	4.7	2.9
	600570.SH	恒生电子	321	8.7	26.7	3.1	2.2	4.7	2.2
	002153.SZ	石基信息	306	6.1	29.6	4.9	2.1	4.2	2.0
	300253.SZ	卫宁健康	213	1.2	12.0	10.0	0.4	2.3	6.5
	300348.SZ	长亮科技	77	1.1	8.8	7.8	0.3	0.9	2.8
通用软件	600588.SH	用友网络	467	29.8	63.4	2.1	3.3	3.9	1.2
	0268.HK	金蝶国际	257	14.4	23.7	1.7	2.7	3.1	1.1
IT 服务	300170.SZ	汉得信息	140	3.6	23.3	6.4	0.6	3.2	5.1
外包/解决方案	600718.SH	东软集团	163	49.4	71.3	1.4	4.8	10.6	2.2
	0354.HK	中国软件国际	133	16.4	93.4	5.7	-0.4	5.7	14.1
系统集成	002065.SZ	东华软件	284	18.7	72.9	3.9	3.2	6.6	2.1
	002368.SZ	太极股份	124	19.6	53.0	2.7	0.9	2.9	3.4

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

对照中国 IT 行业代表性的软件、服务和集成类公司, 发现 2 家通用的套装软件龙头公司 (ERP 及财务软件) 是成长相对比较慢的。

行业软件公司在过去几年都实现了显著的增长, 规模较大的广联达、恒生电子、石基信息在过去 7 年都实现了收入 3-5 倍的增长, 净利润 2-3 倍的增长; 广联达内生性增长最好, 石基信息有并购, 但是并购的协同性较强。规模较小的卫宁健康和长亮科技在收入端和利润端都实现了更高的增速。

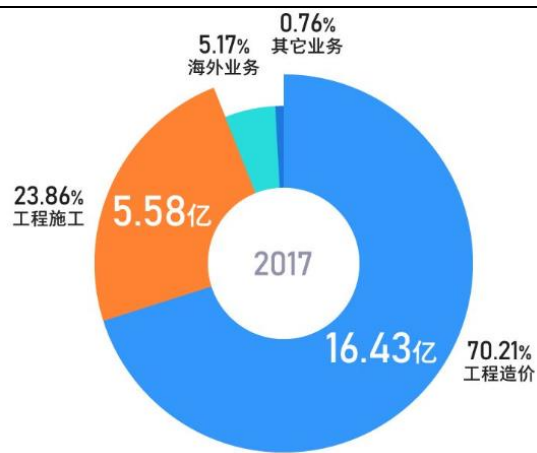
综合来看，过去 7 年 IT 行业龙头公司中成长性最好的是卫宁健康和汉得信息，其中汉得信息是纯内生性的增长，过去 7 年收入增长到 6.4 倍、净利润增长到 5.1 倍。

我们推断，因为大型企业客户和行业产品存在较高业务壁垒、较强付费能力，所以在竞争中已经胜出的公司，在信息化整个需求改善、云架构提升业务价值的情况下，行业云和 IT 服务有望产生中国本土的巨头。

**广联达：造价云化提升价值，BIM 产品打开空间**

广联达深耕建筑信息化 20 年，致力打造建筑数字化平台。工程造价是公司传统的支柱业务，以 BIM 为核心的工程施工是未来增长点。广联达主营业务两大看点：一是传统造价业务转云，拓展 SaaS 云服务；二是公司业务中的从交易阶段为主转变到施工阶段为主，拓展百亿级的 BIM 市场。

图 11：广联达 2017 营业收入结构



资料来源:广联达公告, 国信证券经济研究所整理

2015 年发布新型“云+端”产品架构的云计价产品。造价软件上云不仅可以降低相关成本、平滑各期收入，而且能够通过提供更加便捷、安全、低门槛的服务吸引更多客户。

图 12：广联达转型升级方向

分类		从传统方式	转型到新方式
战略	产品形态	单机套装软件	“云+端”
	业务定位	产品模式：增量客户	运营商模式：存量客户
	收入模式	卖软件license + 升级费	租赁费 + 增值服务费
系统	运营模式	研、营、销、服串型	研、营、销、服环型 & O2O
组织	管理模式	集权管控；金字塔 & KPI	集团管理；扁平化 & OKR
人力	激励模式	职业经理人	合伙人制
文化	文化氛围	执行力	开放、创新、创业
能力	成败关键要素	营销为王 (《软件业的奥秘》)	产品(体验)为王 增强客户运营，云系统安全

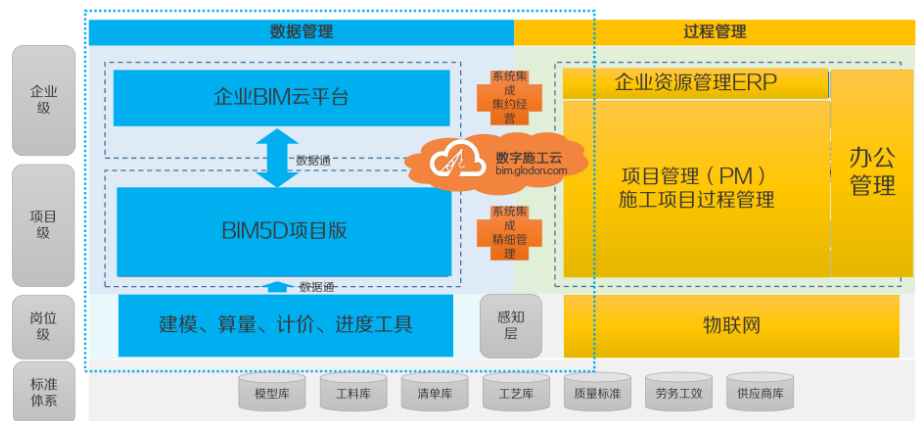
资料来源:广联达, 国信证券经济研究所整理

建筑行业数字化水平低下导致行业效率低，目前我国大型投资项目通常会有 20% 的时间延迟，80% 高于预算。BIM 应用覆盖建筑全生命周期，可极大提高项目交付效率。

广联达拥有丰富的 BIM 产品体系，包括岗位级工具，如 BIM 算量、MagiCAD、BIM 模架、BIM 场布；项目级平台，如 BIM5D、BIM 云；企业级系统，如企业 BIM 云、BIM 构件库。

广联达施工企业 BIM+PM（项目管理平台）整体解决方案并不是一个单一的产品，而是一个整体解决方案，它具有很大的扩展性，呈三层金字塔结构，最底层岗位级工具帮助施工一线管理人员等切实提高工作效率，这其中包括深化设计、场地布置、BIM 算量等。在使用岗位级工具应用过程中，不仅可以提高工作效率，同时还可以产生大量真实有效的信息数据。这些数据通过利用云技术连接到 BIM 模型上，为跨岗位协作提供数据支撑，这就是 BIM5D。BIM5D 的三个中心，即模型中心、数据中心、应用中心，围绕着为项目的进度、成本、技术三条管理主线服务，以模型为中心，实现整个项目的精益管理。再往上一层则是企业级平台，即企业 BIM 云平台，一个企业会有多个项目，这些项目的数据都能集中在企业的 BIM 云平台上进行企业的集约式经营。企业领导能够在平台上看到多个项目的动态信息，分析多个项目的进度、成本、安全等数据，及时识别各项目履约风险，又可以进行项目的物资、劳动力资源的集中采购和调配等，为公司决策提供完整真实的项目信息。

图 13：广联达拥有丰富的 BIM 产品体系



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

看好公司未来的“BIM+PM”整体解决方案，以施工全生命周期为背景建立可计算、可协同、可管理的数字模型，并可以和人力资源管理、财务管理等其他多方业务系统实现数据集成应用，服务于科学高效的企业管理与项目决策。

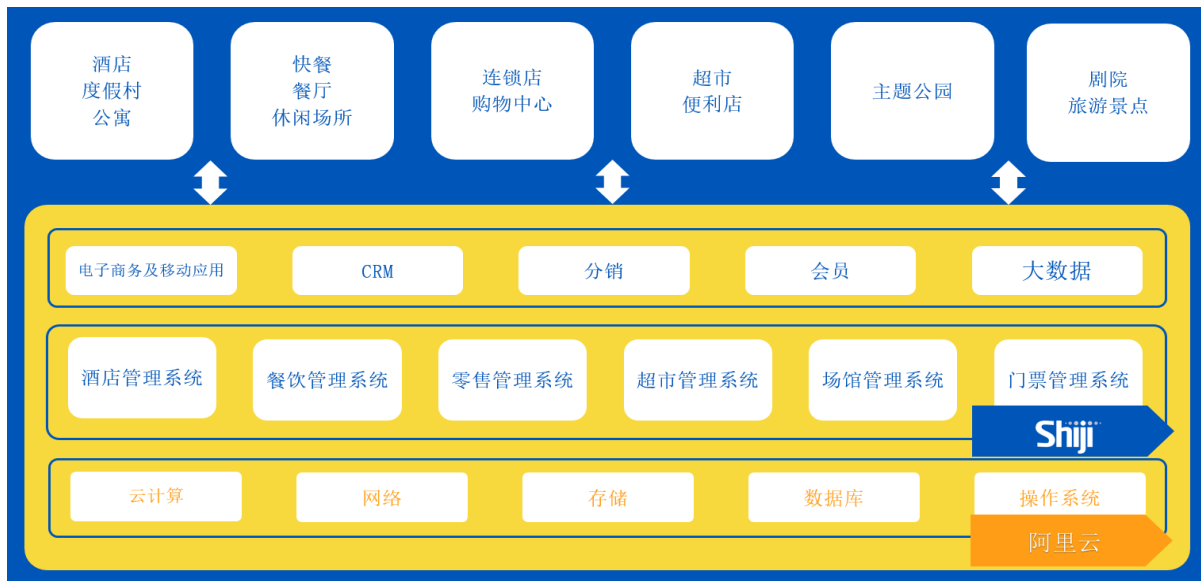
**石基信息：支付佣金变现零售流水，酒店云化拓展全球空间**

2012 年石基信息就提出“以酒店信息管理系统领域强有力的市场地位为基础，积极发展与酒店信息管理系统紧密相关的或有共同管理模式和经营特点的其他业务，逐步构建旅游消费信息化服务平台”，开始从软件供应商向应用平台服务商转型。

石基信息提供的主要产品是信息服务系统，具体来说，涉及到酒店、餐饮、零售三个行业的酒店管理系统、餐饮管理系统、零售管理系统、超市管理系统、场馆管理系统、门票管理系统等。这些具有不同服务对象和功能的信息管理系统本质上都需要借助于支付、税控、云平台、大数据、链接、硬件等基础产品来实现，其底层系统包括云计算、网络、存储、数据库和操作系统。

石基信息通过在酒店、餐饮、商超、主题公园及景点的业务系统布局，打通面向消费者的“吃住行娱购”综合平台，系统架构包括电商、移动、CRM、分销、会员及大数据。

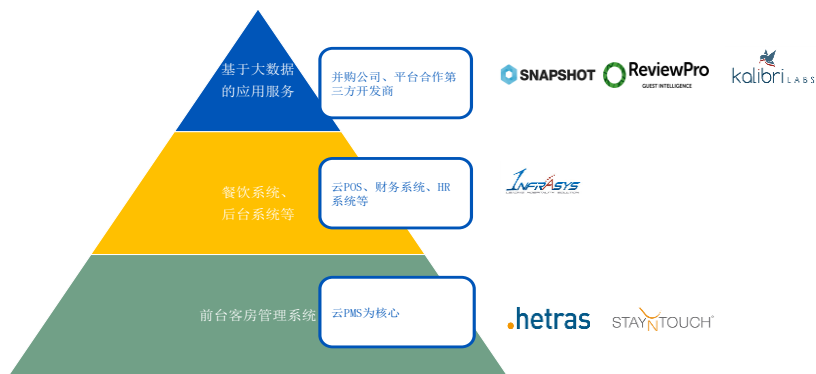
图 14：石基信息的平台战略



资料来源：石基信息公告，国信证券经济研究所整理

公司正在进行酒店及餐饮系统的云转型，目前转型主要有 3 个层次：首先是酒店和酒店集团之上的基于大数据的应用服务，例如声誉管理、客户需求管理等；其次是酒店餐饮管理系统、后台系统等原来与集团系统连接不紧密的系统全面转向公有云，最后是酒店前台客房管理系统全面转向公有云。

图 15：石基信息酒店系统的三层云架构方案



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司在全球业务推广以及产品云化的过程中，将采用平台化战略，基于酒店的大数据基础，建立开放平台，同众多的 PMS 开发商合作，共建下一代酒店信息系统共享平台。

Snapshot、Kalibri 都有丰富的酒店数据，Review Pro 有丰富的第三方 OTA 评价及声誉管理数据，开放平台的数据对于系统开发者提供新的功能和酒店实现大数据管理和营销具备跨时代的意义，公司有机会建立一个开放平台的生态，共同拓展全球下一代酒店系统。

除了系统之外，跟公司具备长期为全球领先的酒店集团提供系统服务的基础，石基信息在国内为几乎所有的大型国际酒店集团提供了系统服务，并购公司在海外同样有较好的业务基础。

开放的平台系统、长期的全球化酒店服务基础，让公司在酒店系统云转型的过程具备较好的基础。

公司的 SaaS 业务已经初具规模，2017 年 12 月，不计私有云和 HOST 方式软件收入，公司 SAAS 业务实现月度可重复订阅费 (MRR) 911.15 万元；按照年化计算，2017 年度可重复订阅费 (ARR) 1.09 亿元。预计未来几年云服务仍将保持快速增长。

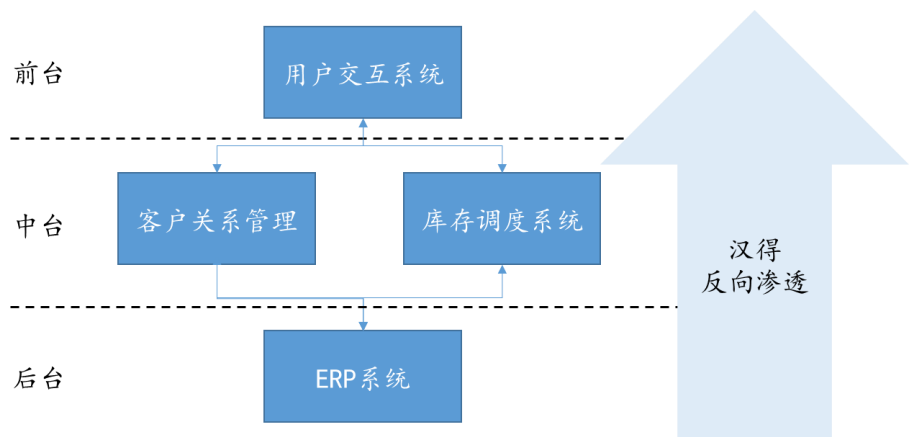
子公司石基零售以 4.86 亿美元转让 38% 的股份给阿里巴巴 SJ 公司，另外石基信息通过石基零售、思讯软件同淘宝 (中国) 签署战略合作协议，同阿里巴巴合作开展新零售业务，公司领先的零售系统产品卡位或许会成为阿里新零售业务的产品创新点和重要竞争优势。

**汉得信息：持续成长且潜力巨大的 IT 服务龙头，云时代承担更多角色**

汉得信息是国内起步最早、规模最大、实施经验最丰富的核心 ERP 系统实施商，主要实施高端的 SAP、ORACLE 产品。目前，公司已经与 SAP、ORACLE 建立起了紧密的战略同盟：汉得信息是 SAP 国内 8 家白金级合作伙伴之一，也是唯一一家纯正中国血统的企业，其余 7 家分别是埃森哲中国、源讯中国、凯捷中国、惠普中国、殷智中国、IBM 中国、IBM 技术科技上海；汉得信息也是 ORACLE 的白金级合作伙伴，尽管白金级在 ORACLE 的评级体系中低于钻石级，但所有的钻石级合作伙伴均为外资公司，包括埃森哲、惠普、普华永道、德勤、IBM、塔塔、富士、Infosys、Wipro。也就是说，横跨 SAP、ORACLE 两大领域，汉得信息均是国内公司的佼佼者。

汉得信息通过牢牢掌握企业的 ERP 系统，开始向企业的中前台反向渗透，先后进入如 CRM 客户关系管理、HR 人力资源管理 ERP、企业绩效管理系统、BI 商务智能分析系统等新兴领域。

图 16：信息系统前台、中台、后台的示意图



资料来源:SAP、Oracle、国信证券经济研究所研究

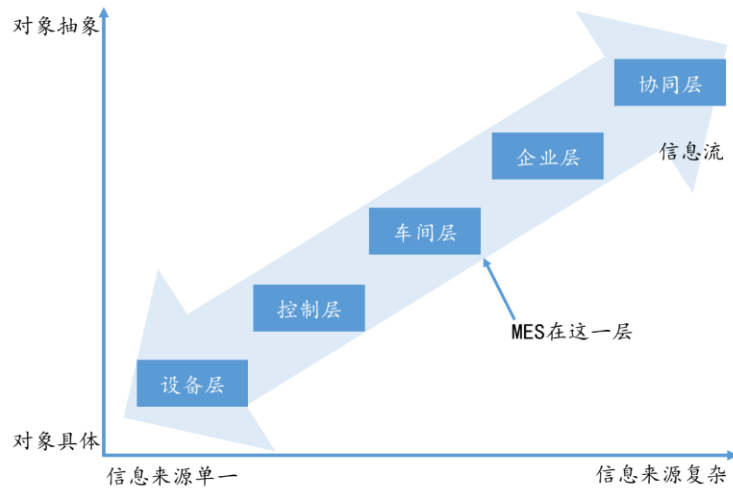
除了 IT 咨询和 ERP 实施之外，汉得信息也是国内智能制造的领导厂商。通过布局 PLM 和 MES，汉得在智能制造领域已经打下了坚实的基础。随着工业信息化程度的加深，联动汉得在企业大后台 ERP 领域的优势，汉得智能制造业务线将有高速增长。

MES 在智能制造中处于中心地位，其从企业层 (如 ERP) 获取相关信息，经过拆解后下发生产任务到控制层，执行生产任务；同时，MES 通过收集控制层的回报信息，处理汇总后反写给 ERP，使得管理层可以通过多种途径监控企业的运行状态 (如财务可以了解批次成本等)。

根据中国电子技术标准化研究院对智能制造系统的 5 层分级，智能制造系统从下到上可以分为设备层、控制层、车间层、企业层、协同层。设备层是制造的物质基础，主要是制造用的机器、仪表等；控制层主要包括可编程逻辑控制器

(PLC)、监视控制与数据采集系统 (SCADA) 等控制设备；车间层则是面向工厂和车间的生产管理,主要指的是MES;企业层是面向企业的经营管理,ERP在这一层;协同层则是跨公司的层级,可以理解为通过互联网进行信息共享,如丰田不同供应商之间的信息流通。

图 17: 智能制造 5 层模型及相互间关系

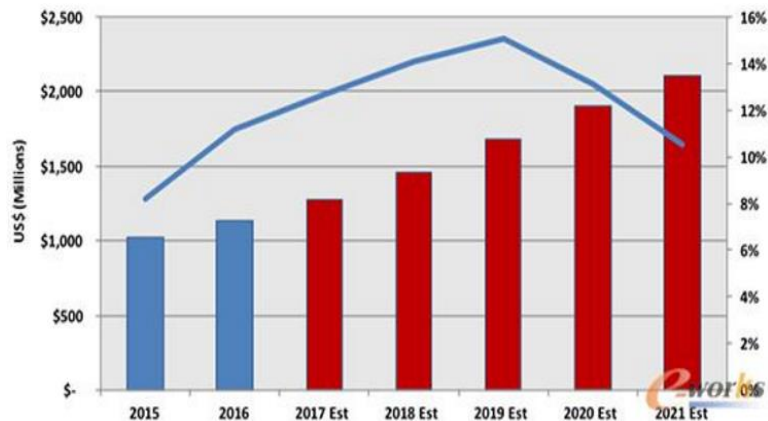


资料来源: 国信证券经济研究所研究

MES 市场主要参与者分两大类: 1.从自动化设备、设备人机界面发展形成的,如 GE Fanuc、Siemens; 2.从 PLM、ERP 等领域发展形成,如 SAP。国内的主要参与者有石化盈科、上海宝信、中冠咨询、万友软件、汉得软件等。

无论采用 Siemens 的 MES 还是 SAP 的 MES,都需要与后端 ERP 系统进行对接,否则信息流会被中断,智能制造也不能完成。汉得信息作为掌握 ERP 的厂商,拥有较大的话语权,是整个 MES 领域的最大受益者。目前,汉得信息已经推出在研发、供应链和仓储物流等领域内具备竞争力的完整行业解决方案,帮助制造业客户建立从个性化定制、协同供应链到智能制造的一整套落地方案并赢得较多的市场机会。

图 18: 中国主流 PLM 市场规模



资料来源: CIMDATA, 国信证券经济研究所整理

2014 年,汉得信息通过收购欧俊信息,获得了实施 Siemens 等其他厂商 PLM 产品的能力。PLM 分三大类,一类是偏重设计的 PLM,主要提供产品的计算机辅助设计与仿真,如西门子;一类是偏重生产执行的 PLM,主要进行 BOM 的

拆分与生产过程监控，如中车信息的 PLM 系统；还有一类是与作为 ERP 子模块的 PLM 系统，如 SAP 中的 PLM 功能。汉得信息所实施的是第一类和第三类 PLM 系统。

在云化的浪潮中，汉得信息作为 IT 服务龙头将有更重要的角色。自有云方面，汉得是在大企业的云服务中具备很强的产品竞争力，内部孵化的 SaaS 创业公司正在成为市场上的生力军。汉得自有的用于差旅报销的汇联易和用于供应商管理的云 SRM 产品优势显著且目前基数较小，未来几年复合增长率超 95%。汇联易独立融资的情况下，先后获得软银和蓝湖资本的两轮融资，目前公司仍是第一大股东。

图 19：汇联易产品截图



资料来源：汉得信息，36Kr，国信证券经济研究所整理

此外，汉得积极与第三方云厂商展开合作，与 AWS、阿里云、华为云、腾讯云等领先云厂商建立了紧密的合作关系，以客户为核心，围绕客户上云、用云、享云之路提供全生命周期的综合服务，包括云转售、云迁移、云实施等服务。以 AWS 为例，汉得借助 AWS 推出的电商和开源报表解决方案、Elastic Load Balancing、Amazon RDS、Amazon ElastiCache 和 Amazon CloudWatch 等云服务优势组件，搭载在自己的电商解决方案中，成功帮助客户开发了多渠道营销服务系统、某航空公司的票务与促销管理系统等众多原生云服务系统，同时，汉得云技术中心利用经 SAP 认证的 AWS 云端环境为客户提供基础架构服务，帮助客户充分利用具有大规模和弹性优势的云端资源实现 SAP 系统的优化。企业用户能够根据需求自主的选择在云端部署 DEV/QAS 环境，也能够将 DEV/QAS/PRD 环境都快速部署到 AWS 云中。

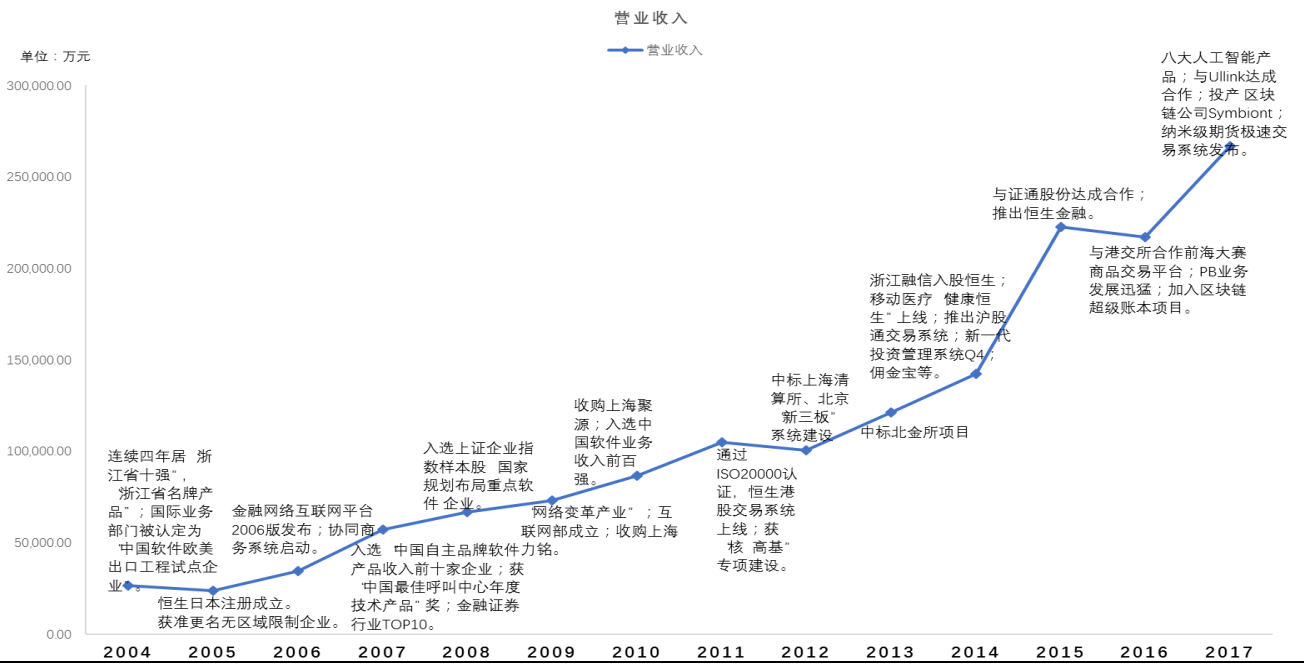
**恒生电子：金融科技和监管科技推动成长，潜力巨大连接百万亿**

1995 年恒生电子在杭州成立，从事证券、银行、基金行业软件开发和销售，公司享受了金融业发展的红利，随着金融业参与者增多，催生更多的软件和服务需求，公司的产品正好满足金融此类需求。

恒生电子是国内证券、基金、资管、期货、信托、保险、银行等金融领域的软件产品龙头厂商，经过 20 多年的发展，公司的实力随着行业发展持续增加；内在的增长伴随着行业的变化，主要有 2 个驱动因素，即 A 股交易量以及金融创新。在金融创新较多的时候，更新的业务和产品需求会带来快速的增长；在交易量提升的年份，下游的券商和资产管理公司也会增加 IT 系统的支出。

然后，在公司近年的发展，即使在市场收缩的周期，公司也会有来自于监管需求的产品需求提升，即正在兴起的监管科技市场。而且在市场下行周期，公司的市占率也在提升，竞争力进一步增强。

图 20: 恒生电子发展历程



资料来源:公司公告, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

监管政策、行业竞争、IT服务升级等外部因素催生更多金融IT的需求：1.金融产品的增加；2.金融政策及制度的变化；3.金融客户的增加或收购、兼并；4.IT技术升级推动的产品更新；5.客户因差异化竞争带来的个性化需求。

随着中国经济步入新常态，经济结构进行调整升级。在经济转型的过程中，直接融资比例逐步上升，金融混业经营趋势明显，人均财富、收入持续增加，大量个人和机构的财富管理、资产管理需求有待满足。

移动互联网技术已经深入普及，大数据分析、云计算、人工智能、区块链等新兴技术推动并加剧了金融变革，技术创新使金融科技与金融产业进行更深入的融合，将给金融科技带来更多的发展机会。

智能投顾和利用AI实现资产匹配将对行业有革命性影响。一是智能投顾低门槛、低费率的特点将为更多的人提供精准的财富管理服务，从而逐步实现财富管理普惠化；二是智能投顾基于人工智能及大数据技术可研发出更多的资产配置组合，从而逐步实现财富管理多元化。财富管理行业的IT需求预计将持续快速增长。但人工智能产品线的成熟预计还要更长的时间。

监管政策的变化有可能创造新的IT产品或系统改造需求。如2017年上半年公司受投资者适当性管理办法影响，券商的经纪业务IT系统改造需求上升，使得公司的经纪IT业务取得了较好增长。如国家级要素交易场所稳步推进，上海、湖北两地将分别牵头组建碳排放权交易系统和注册登记系统。

监管政策对公司影响是两面性的，2017年监管继续对交易所进行清理整顿，交易所行业受监管影响，数量大幅减少，业务开展也更加严格规范，短期内对IT产品的需求下降。

2015年7月，国务院发布《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》，首次提出“探索推进互联网金融云服务平台建设”，鼓励探索利用云服务平台开展金融核心业务；促进移动金融在公共服务等领域的规模应用。2016年，银监会发布《中国银行业信息科技“十三五”发展规划监管指导意见(征求意见稿)》，提出“到十三五末期，银行业面向互联网场景的重要信息系统全部迁移至云计算架构平台,其他系统迁移比例不低于60%”。这一征求意见稿的出台，被称为中国金融云建设的里程碑。2017年，央行印发了《中国金融业信息技术“十三

五”发展规划》，明确指出“十三五”时期金融业要全面支持深化改革。央行成立的金融科技（FinTech）委员会，将积极利用大数据、人工智能、云计算等技术丰富金融监管手段，提升跨行业、跨市场交叉性金融风险的甄别、防范和化解能力。

2017年9月，由银监会督导，牵头16家金融机构旗下公司出资成立云服务公司——融联易云金融信息服务有限公司，主要负责承接银行业重要信息系统批量上云。

表 3：金融云行业政策

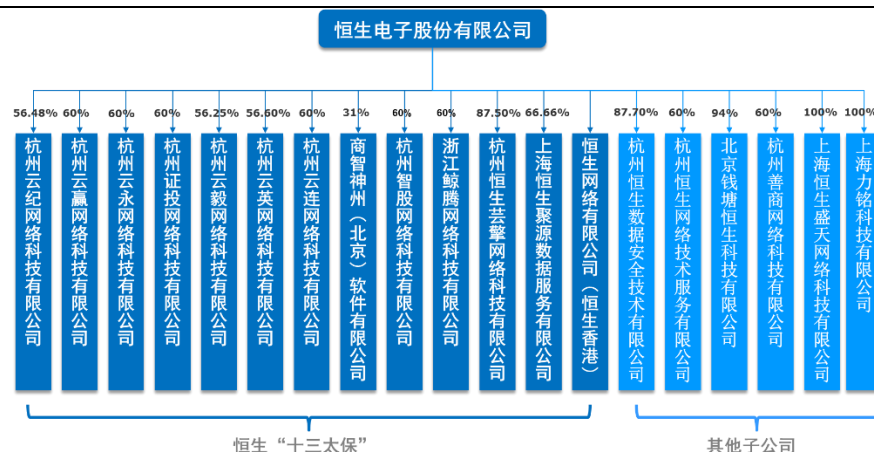
发布机构	时间	文件	内容
国务院	2015.07	关于积极推进“互联网+”行动的指导意见	鼓励金融机构利用金融云技术，加快金融产品和服务创新
国务院	2016.07	国家信息化发展战略纲要	提出着力构筑移动互联网、云计算、大数据、物联网等领域比较优势
银监会	2016.07	中国银行业信息科技“十三五”发展规划监管指导意见（征求意见稿）	金融机构全部上云/上云率不低于60%；探索金融行业云，正式支持公有云技术，构建混合云应用
中国人民银行	2017.06	中国金融业信息技术“十三五”发展规划	加强金融科技（Fintech）和监管科技（Regte·ch）研究与应用

资料来源：国信证券经济研究所整理

公司在新业务新方向的成功超前布局，随着科技和金融产业自身的改变，金融对科技的需求也在改变，恒生能够抓住这种改变，专门成立的“十三太保”（13家子公司）就是专门布局不同方向的新业务拓展。

2017 恒生继续在 Fintech 行业发力，以主营业务投资/并购为核心，通过控股子公司、金融科技生态圈投资、设立创业投资基金/产业基金等方式投资收购具有核心竞争力的企业，优化公司的战略布局。2017 年公司投资了擅长智能投顾产品的高智神州（北京）软件有限公司，通过全资子公司洲际控股投资了致力于区块链技术的 symbiont 公司，收购了大智慧（香港）投资控股有限公司，进一步扩大了在香港市场的占有率。

图 21：恒生电子主要子公司



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

例如最能代表 2.0 业务的恒生云毅网络，主要为资产管理机构、资管业务外包机构、托管机构、证券经纪商等客户提供大资管领域的创新类的 IT 平台和服务；提供全新的 IT 平台或系统，为客户开拓创新业务提供技术支持。目前产品和服务有资管云、估值云、策略交易服务。

由恒生子公司浙江鲸腾网络打造、核心资讯内容由恒生子公司上海恒生聚源数据有限公司的智能小梵提供的“晓鲸”。晓鲸采用国际前沿的 AI NLP&IE、AI ChatEngine 等多项“深度学习”、“模式识别”技术创新，并针对金融领域进行优化自然语言处理和语义推理，为用户提供优质的股市资讯、股市预测等内容。

图 22：晓鲸在 CCTV2 节目现场



资料来源：央视，国信证券经济研究所整理

图 23：晓鲸机器人



资料来源：滨江发布，国信证券经济研究所整理

我们认为公司在继续保持传统 IT 业务垄断地位的同时，十三家创新业务子公司有所突破，将大幅提升市场对公司的预期和估值。

**卫宁健康：医疗科技龙头，布局未来健康大数据市场**

卫宁健康成立于 1994 年，当年卫宁基于 FoxPro 版本数据库开发了第一代产品，并成功服务了卫宁软件的第一个客户——上海胸科医院。2000 年，卫宁并购复旦金山达医院事业部，2008 年进行股份制改革，2011 年成功在深交所上市，2013 年成立创新研究院，2014/2015 年收购宇信网景等公司，2016 年更名为卫宁健康。

图 24：卫宁健康成长历史

持续专注的20年 不断融合的20年



资料来源：卫宁健康官网，国信证券经济研究所整理

医疗信息化系统，一般指的是 HIS(医院信息系统)、CIS(临床信息系统)、PACS(医疗影像系统)、LIS(检验信息系统)、HRP(医院整体资源规划系统)、BI(商业智能系统)、医生/护理工作站、GMIS(区域医疗信息化系统)等系统。根据 IDC 的统计，2016 年，我国医疗 IT 市场花费约 284 亿元，其中软件花费 41 亿元。IDC 预测，到 2020 年，我国医疗 IT 市场花费将达到 430 亿元，CAGR 约 11.1%，其中软件市场增速较高，达到 16.4% CAGR。

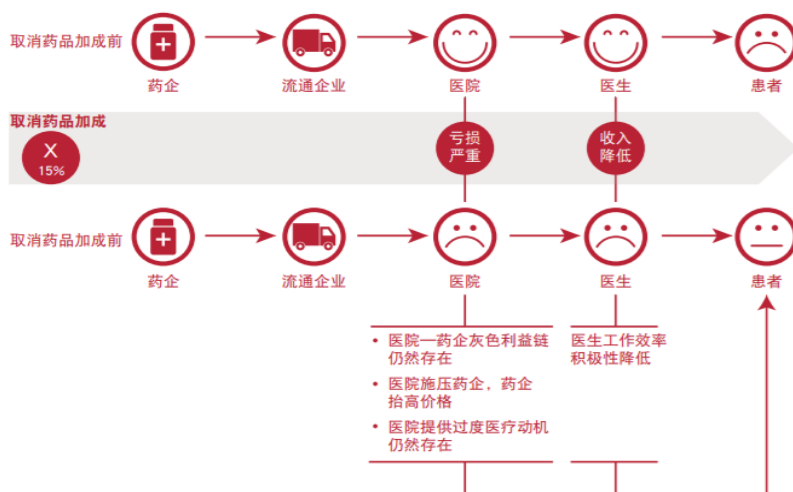
细分领域来说，目前三级医院基本达到 HIS 全覆盖，而二级及以下也基本达到 80%覆盖。大中型医院的信息化建设中心已逐步由 HIS 转至其他系统，如 CIS、

PACS、HRP 等的部署。当然，随着医疗技术的不断提高以及医院管理水平的不断增强，HIS 的替代性需求也较为强劲。

我们对于医疗信息化市场的增速更为乐观。主要原因有如下几点：

1. 我们认为，随着我国医改的深入，药品零加成 (+15%→+0%) 的大范围推广，原来占据医院收入四成左右的药品收入将受到影响。保守计算，其他情况相同的情况下，医院收入将出现-6%的萎缩，这将对医院以及医生产生一定程度上的消极影响；为了抵消这些消极影响，医院需要把收入维持在之前的水平，一般来说有三种手段：调整医疗服务价格、增加政府补助、医院自行消化。根据媒体报道，医院自行消化占比在一成左右，这就需要医院严控成本，而严控成本离不开完善的信息系统的帮助；

图 25：药品零加成的影响



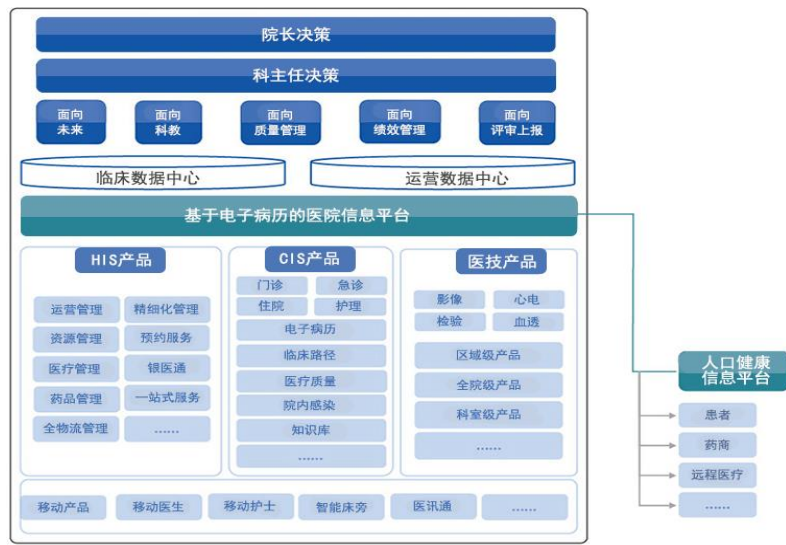
资料来源:PwC, 国信证券经济研究所整理

2. 我国医生待遇普遍较低，与欧美相比更是差距甚大。而我国的医患关系长期紧张，更对医生造成了较大的压力。随着多点执业的放开，医生必定“良禽择木而息”，向大型的、设施完备、安全保障程度高的医院进行流动。这就使得医院必须提高医生待遇，同时苦练内功。这两者都需要医疗信息化系统的帮助；
3. 医院评级压力较大。三甲评级、HIMSS 评级中，信息系统占比越来越大。例如，2018 年 1 月 1 日正式生效的新版《HIMSS EMRAM (住院急诊) 标准》仍沿袭 HIMSS EMRAM 标准的 0-7 级 8 个级别划分，但内核的医院信息化建设架构和策略有调整，主要是根据近年来医疗信息技术领域的最新进展和发展趋势，新增了个别功能和应用要求，**并将部分较早版本中高级别要求提前到了较低级别**。此外，鉴于日趋严重的信息安全威胁，新版标准特别增加了多项专门针对医院信息安全和患者隐私保护要求的条款。这就需要医院对于信息系统加大投入。

卫宁健康经过综合考虑，基于自身特点，专门针对二级医院提供信息化产品。二级医院有着比一级医院更强的付费能力，比三级医院更低的定制化需求。靠着这个产品卡位，卫宁健康迅速壮大。

目前，卫宁健康提供的产品产品线齐全，涵盖 HIS、PACS、RIS、EHR、病理信息管理、ELIMS 等主要系统。卫宁健康以医院信息平台为主线，一体化集成联动业务；重视医院数据沉淀积累，规范化管理信息资源；聚焦医院医疗质量监管，全方位保障患者安全；积极探索移动互联模式，高效率提升服务能力。

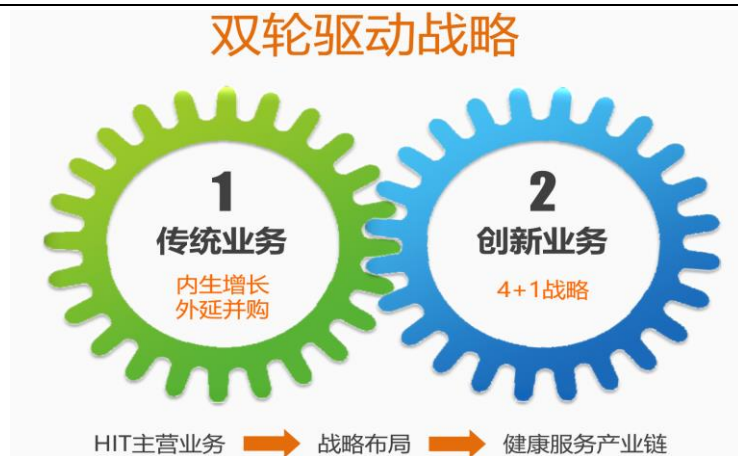
图 26：卫宁健康智慧医院解决方案



资料来源:卫宁健康官网，国信证券经济研究所整理

经过多年发展，目前卫宁健康服务网络遍及全国 31 个省、自治区、直辖市，服务的医疗机构数量超过 5,000 多家，其中三级医院超过 200 家，并打造了一批样板用户，如湖南分级诊疗与基层卫生、贵州基层远程会诊、天津/安徽/江苏中医馆、浙江精神卫生、广西南宁智慧健康、北京东城智慧养老、安徽宿州健康脱贫等项目。

图 27：卫宁健康双轮驱动的发展战略



资料来源:卫宁健康官网，国信证券经济研究所整理

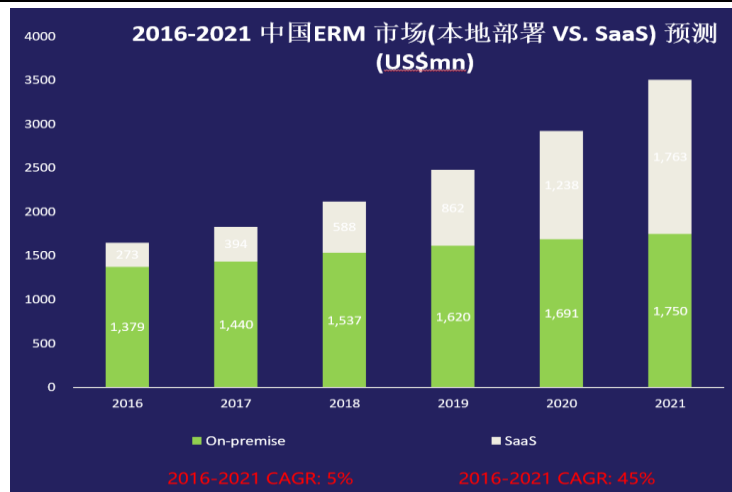
除了传统的医疗信息化系统之外，卫宁健康的 4+1 创新业务布局未来的医疗改革和健康大数据。2016 年 1 月“卫宁健康集团”提出双轮驱动战略，第一轮为 HIT 传统业务，以内生增长与外延并购结合的战略继续拓展市场，第二轮为 4+1 创新业务，积极拓展互联网+医疗健康相关服务，实现卫宁由软件服务向健康服务的发展转型。

**通用产品争夺中端市场和垂直功能**

相比竞争格局清晰的行业软件和行业云市场，以 ERP、CRM、OA、HCM 等产品为代表的通用企业管理软件市场的竞争更复杂。以 ERM 产品为例，竞争上既有本土的金蝶国际、用友网络公司，也有海外巨头 Oracle、SAP 等公司，还有浪潮国际、航天信息、新中大、金算盘等规模较小的配套厂商。

类似的情况，在 CRM（客户关系管理）、HCM（人力资源管理）、OA 等系统市场上也同样存在着多种品牌厂商竞争的格局。

图 28：中国 ERM 市场本地部署和 SaaS 模式的市场预测

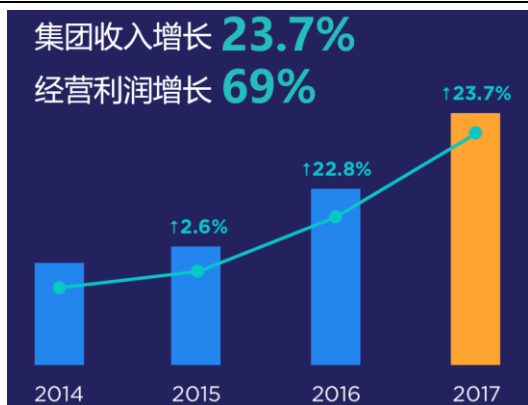


资料来源:IDC, 国信证券经济研究所整理

通用产品较行业软件具备更通用的管理理念基础，所以同国际化的产品接轨更快，SaaS 市场的增长也更加迅速。根据 IDC 预测的中国 EAM 市场本地部署和 SaaS 模式的市场预测中，本地部署的 EAM 管理软件未来的复合增速只有 5%，而 SaaS 模式的产品市场复合增速将达到 45%。中国 EAM 市场 2017 年 SaaS 模式只有本地部署 27%的比例，经过高速发展预计 2021 年 SaaS 的市场就将超过本地部署。另外，SaaS 模式的产品市场存在新的竞争格局，在 SaaS 模式转型和布局较早的公司将成为未来市场的主流。

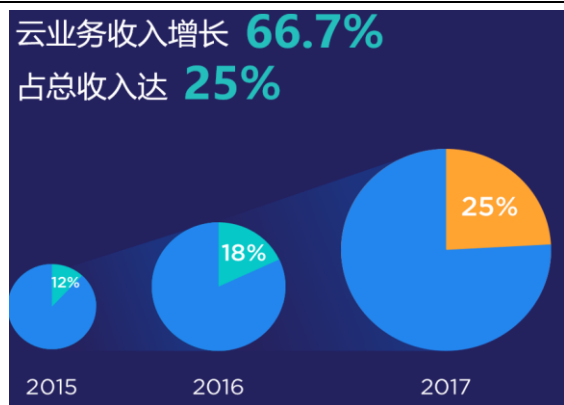
以金蝶国际为例，SaaS 带动了收入的高速增长，云业务收入增长达到 67%，推动公司收入增长达到 24%，而且云业务收入在 2017 年已经超过公司收入的 25%，云业务正在成为公司业务发展的主要引擎。

图 29：金蝶国际的收入增长



资料来源：金蝶国际公告，国信证券经济研究所整理

图 30：金蝶国际的云业务收入比例



资料来源：金蝶国际公告，国信证券经济研究所整理

另外，云产品还金蝶带来一半以上的新增客户，让金蝶国际在市场竞争中提升竞争力，包括全新的客户和来自于竞争对手的客户，金蝶云 74%的客户为新客户，对公司而言是打开新增的市场，而且一批市场领先的公司成为金蝶服务的对象，在传统的 ERP 市场竞争稳定的情况下是几乎很难突破的，包括腾讯、华为、可口可乐、OPPO、云南白药等行业标杆。

金蝶在云时代有一系列产品，包括云之家、精斗云、管易云几大产品，以及车

商悦、快递 100、金蝶医疗、账无忧等小的云产品，均在各自的细分市场具备竞争力。

图 31：金蝶云系列产品



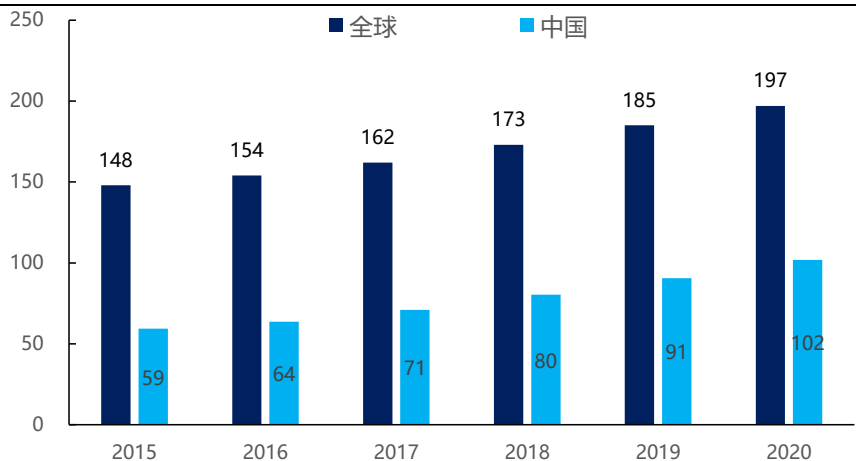
资料来源:金蝶国际网站, 国信证券经济研究所整理

## 去杠杆和贸易战让政府的信息化支出回归理性

### 安防市场仍然是需求景气、技术革新的市场

中国的安防行业已经是全球安防行业的最大和主要增量市场，而中国安防龙头公司也在全球的安防行业中保持领先。目前，正在推进的“雪亮工程”是对以前平安城市的升级；雪亮工程是以县、乡、村三级综治中心为指挥平台、以综治信息化为支撑、以网格化管理为基础、以公共安全视频监控联网应用为重点的“群众性治安防控工程”。它通过三级综治中心建设把治安防范措施延伸到群众身边，发动社会力量和广大群众共同监看视频监控，共同参与治安防范，从而真正实现治安防控“全覆盖、无死角”。

图 32：视频监控行业全球及中国市场规模（亿美元）



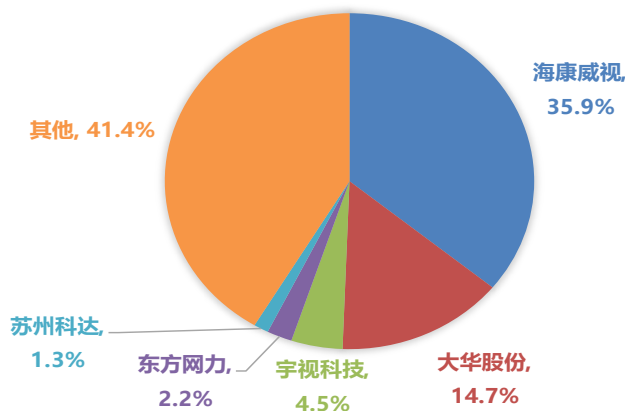
资料来源:金蝶国际网站, 国信证券经济研究所整理

中国安全防范产品行业协会发布的《中国安防行业“十三五”（2016-2020 年）发展规划》指出，“十三五”期间，安防行业将向规模化、自动化、智能化转型升级，且到 2020 年，安防企业总收入达到 8,000 亿元左右，年增长率达到 10% 以上。

安防产品中，前端的规模较后端更大，国内的安防龙头经历了前端拓展、产品

数字化、解决方案拓展、全球品牌等几个发展阶段，目前已经随着技术进步到了智能化时代。

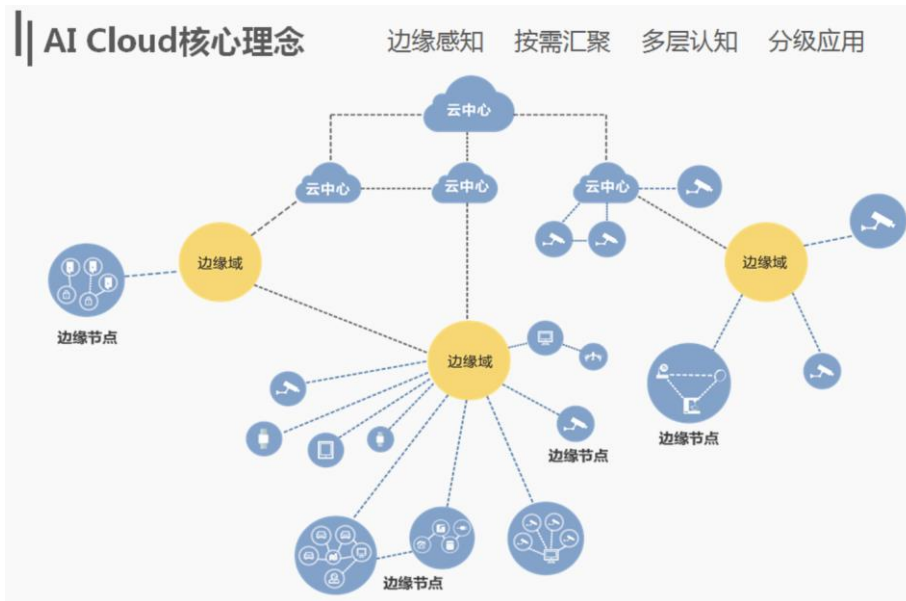
图 33：主要安防公司国内市场市占率



资料来源：海康威视、大华股份、千方科技公告，国信证券经济研究所整理

新的时代，龙头公司将继续引领行业技术变革及产品方向，海康威视的 AI Cloud 架构将边缘计算和云计算融合，边缘节点侧重多维感知数据采集和前端智能处理；边缘域侧重感知数据汇聚、存储、处理和智能应用；云中心侧重业务数据融合及大数据多维分析应用。

图 34：海康威视的 AI Cloud 设计理念



资料来源：海康威视公告，国信证券经济研究所整理

另外，海康威视的 AI 系列产品同样保持市场领先，海康威视“深眸”系列智能摄像机、“神捕”系列智能交通产品、“深思”系列智能服务器、“明眸”系列智能通道为代表的智能产品在政府市场、企业市场、消费者市场得到广泛应用。

### 自主可控需要关注核心技术领域

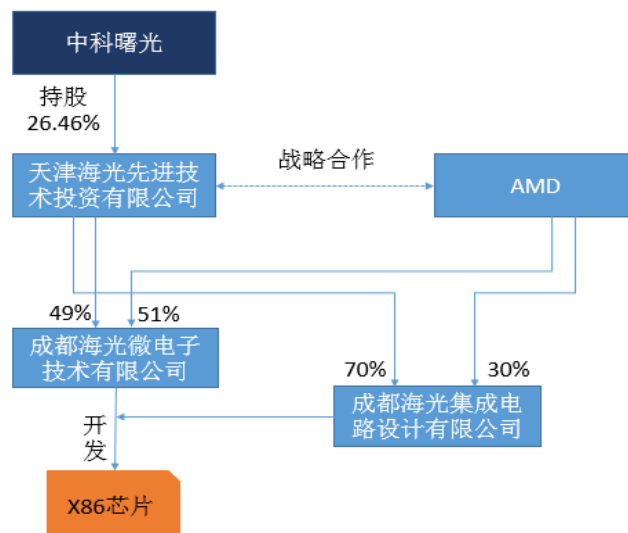
自主可控发展多年之后，IT 产业在设备上已经可以逐渐替代进口产品，比较核心的芯片、数据库等产品还是无法做到大规模商用。在贸易战的背景下，自主可控的迫切性进一步显现，但是技术发展的客观规律也决定了只能在一些特定

产品上单点突破。

中科曙光同 AMD 的合作有望突破服务器芯片的自主开发能力。2015 年 11 月，中科曙光以 138,525,615 元购买了天津海光 45% 的股权，公司持有天津海光的股权比例由 29% 上升至 74%，天津海光变为公司控股子公司。为推动海光公司业务发展，2016 年 1 月，成都工业投资集团有限公司等法人以货币方式增资入股天津海光，增资完成后，天津海光注册资本变更为 17.2 亿元人民币，公司持有天津海光的股权比例由 74% 降至 26.46%，天津海光由公司的控股子公司变为参股子公司。

2016 年 4 月，AMD 与天津海光先进技术投资有限公司达成协议，设立合资公司，AMD 向合资公司提供 X86 授权等技术，合资公司将利用该技术开发只在中国销售的服务器芯片，预计 AMD 可获得 2.93 亿美元许可费和版税收入。

图 35：中科曙光参股公司天津海光与 AMD 合作结构图



资料来源：中科曙光公告，国信证券经济研究所整理

对于合资公司来说，可以利用 AMD 的技术，形成自己的设计能力，在服务器芯片上形成强劲的竞争力。基于 AMD 与天津海光的合作，中科曙光将能够通过天津海光的参股在 AMD 服务器芯片巨大的潜在市场中获得丰厚回报。

中科曙光是天津海光的第一大股东，从天津海光其他股东看，中科曙光是天津海光的股东里面最受益、最懂行业的股东。

芯片是自主可控的核心基础。国家要想在信息技术领域实现自主可控，就必须基础硬件软件着手。半导体行业是技术密集型、资本密集型的产业，仅仅依靠单个企业很难突破；以美国为代表的拥有先进技术的国家，对核心技术和重要企业的转移非常严格；中科曙光同 AMD 的合作以及服务器芯片 dhyana（禅定）将是自主可控重要的发展里程碑。

**信息安全有市场集中的趋势，龙头公司有望拿到更大份额**

信息安全总体是政策和安全事件驱动的，从 2014 年中央网络安全和信息化领导小组成立以来，国务院、工信部密集出台了一系列信息安全相关的政策文件，其中，《网络安全法》的实施，将直接从政策层面将刺激下游客户对网络安全产品和服务的需求，并且对于网络安全的厂商有了专门的定位，这个对于独立的安全厂商在与综合类的 IT 巨头竞争的时候有比较大的意义。

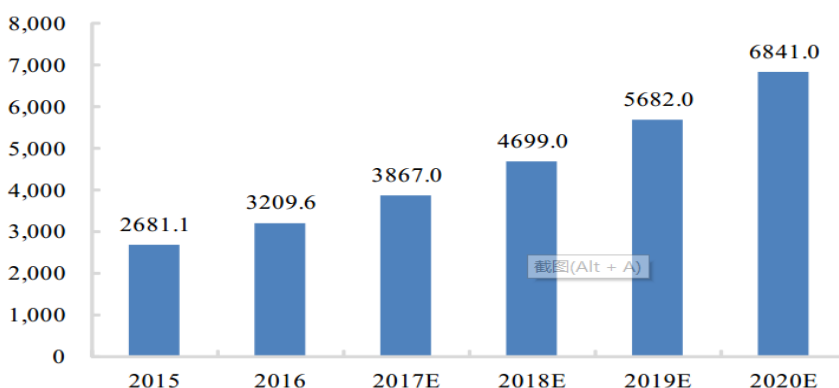
图 36：网络安全相关的国家政策和文件

时间	制定机关	文件	内容
2014-02			中央网络安全和信息化领导小组成立。
2016-07	国务院	国家信息化发展战略纲要	健全信息安全等级保护制度。
2016-12	国务院	《“十三五”国家信息化规划》	健全完善国家网络与信息安全信息通报预警机制，健全网络安全标准体系。
2016-12	中央网络安全和信息化领导小组	《国家网络空间安全战略》	以企业为主体，产学研用相结合，协同攻关，以点带面，整体推进，尽快在核心技术上取得突破。
2017-01	国家工信部	《信息通信行业发展规划（2016-2020年）》	加强针对云计算、物联网等新兴重点领域网络安全防护。
2017-01	国家工信部	《大数据产业发展规划（2016-2020）》	针对网络信息安全新形势，加强大数据安全技术产品研发利用大数据完善安全管理机制，构建强有力的大数据安全保障体系。
2017-01	国家工信部	《软件和信息技术服务业发展规划（2016-2020）》	支持面向“云管端”环境下的基础类、网络与边界安全类、终端与数字内容安全类、安全管理类等信息安全产品研发和产业化，加强个人数据保护。
2017-01	国家工信部	《信息通信网络与信息安全（2016-2020）》	大力强化网络数据与用户信息保护。
2017-02	国家互联网信息办公室	《网络产品和服务安全审查办法（征求意见稿）》	国家互联网信息办公室有关部门成立网络安全审查委员会。重点审查网络产品和服务的安全性、可控性。
2017-06		《中华人民共和国网络安全法》	网络安全基本法正式施行。

资料来源：国务院，工信部，国信证券经济研究所整理

在政策推动下，中国的网络安全整个行业保持一个较高的增速，按照 IDC 的统计和预测，当前中国网络安全市场规模约 250 亿元。

图 37：中国网络安全市场规模（百万美元）



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

网络安全市场格局不太好的是行业相对分散，即使是细分子板块，比如规模较大的防火墙、入侵检测、统一安全管理，每个子领域也有多家厂商竞争；考虑到安全漏洞层出不穷，网络安全需要有持续的产品去应对，所以行业很难集中，在此情况下，并购整合也是信息安全公司重要的成长驱动因素。另外，安全因素越发重要和安全项目规模增加的情况下，安全总包和集成的需求增加，对于产品丰富的头部公司利好。

所以，在按行业集中度提升的情况下，龙头公司有望进一步提升市场份额，除了内生性增长至外，安全领域的相关并购也是重要方向。参考海外安全巨头赛门铁克上市之后的并购，可能是持续的过程。

看好信息安全市场的龙头公司，包括深信服、启明星辰、绿盟科技，因为安全市场的竞争格局不太好，而且硬件产品为主的规模经济稍差，需要有估值安全边际的时候才有更高的投资价值。

**表 4：赛门铁克上市之后的收购**

日期	收购标的	收购对价	被收购标的主营业务
2017 年 2 月	LifeLock	23 亿美元	用户信息保护系统
2016 年 8 月	Blue Coat	46.5 亿美元	网站安全服务
2012 年 11 月	Verisign		域名与互联网安全服务
2012 年 4 月	Nukona		移动管理软件
2011 年 5 月	Clearwell Sysems	3.9 亿美元	数据存储、处理、分析
2010 年 8 月	Versign 安全业务部	12.8 亿美元	信息安全产品、服务
2010 年 4 月	PGP	3 亿美元	加密技术开发商
2010 年 4 月	GuardianEdge	7000 万美元	提供存储安全解决方案
2008 年 6 月	Swapdrive	1.23 亿美元	在线储存
2008 年 4 月	Appstream		应用流媒体技术
2007 年 12 月	Vontu	3.5 亿美元	数据丢失防护
2007 年 4 月	Altiris	8.3 亿美元	管理软件提供商
2006 年 12 月	Company-i		数据中心优化和存储管理
2006 年 2 月	IMlogic		企业级即时消息软件
2006 年 2 月	Relicore		数据中心更改及配置管理解决方案
2006 年 1 月	Bindview		无代理 IT 安全遵从软件
2005 年 7 月	Veritas	105 亿美元	存储软件和安全软件
2004 年 10 月	@Stake		数字安全咨询业务
2004 年 7 月	TurnTide	2800 万美元	反垃圾电邮
2004 年 5 月	Bright	3.7 亿美元	反垃圾电邮
2003 年 12 月	PowerQuest	1.5 亿美元	计算机档案恢复等
2003 年 10 月	SafeWeb	2600 万美元	安全网络设备制造商
2002 年 7 月	Riptech	1.45 亿美元	安全服务企业
2002 年 7 月	Recourse	1.35 亿美元	入侵系统检测开发商
2002 年 7 月	Security Focus	7500 万美元	安全服务公司
2000 年 7 月	AXENT	9.75 亿美元	安全技术厂商
2000 年 3 月	L-3 Network Security	2000 万美元	易损性评估与安全咨询服务
1998 年 11 月	Quarterdeck	6500 万美元	
1998 年 6 月	Ghost	2750 万美元	磁盘复制技术
1996 年 5 月	Fast Track	720 万美元	服务器与设备管理

资料来源:赛门铁克公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 系统集成公司在云时代都在转型

系统集成业务在云时代都会受到严重的冲击, 历史原因导致国内有一批收入规模比较大的系统集成公司, 上市公司中此类公司业务模式和盈利状况的原因估值承压, 系统集成公司在转型的过程中, 可以做第三方的云服务商, 包括利用已有渠道、客户和运维能力, 协助云平台落地, 包括重点合作阿里云、华为云、腾讯云、AWS 等。另外, 研发能力比较强的集成类公司会研发自身的云产品, 无论是私有云或者公有云, 云产品将进一步提升公司估值。

### CDR 会让资金进一步分化, 短期暂缓消化市场情绪

6 月 7 日, 中国证监会正式发布《存托凭证发行与交易管理办法(试行)》(以下简称《管理办法》), 修改并发布《首次公开发行股票并上市管理办法》、《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》, 同时发布一系列试点工作配套规则, 支持创新企业在境内发行股票或存托凭证。

为设定严格的试点企业选取标准和选取机制, 《试点创新企业境内发行股票或存托凭证并上市监管工作实施办法》(以下简称《实施办法》)、《中国证监会科技创新咨询委员会工作规则(试行)》明确了试点企业的规模与产业类型。对于已境外上市的红筹企业, 市值不低于 2000 亿元人民币; 对于尚未在境外上市的创新企业(包括红筹企业和境内注册企业), 应符合下列标准之一: (1) 最近一年营业收入不低于 30 亿元人民币, 且估值不低于 200 亿元人民币; (2) 拥有自主研发、国际领先、能够引领国内重要领域发展的知识产权或专有技术, 具备明显的技术优势的高新技

术企业,《实施办法》对这一标准进行了定量细化,包括研发人员占比、发明专利数量等,此外也设立了一灵活条件“对国家创新驱动发展战略有重要意义,且拥有较强发展潜力和市场前景的企业除外。”此外,设立咨询委员会,证监会将结合咨询委员会的咨询意见,判断企业是否符合试点条件。

CDR 是中国证券市场重大的制度创新,根据政策对于发行主体的要求,发行 CDR 的公司以海外上市或者未上市的互联网及科技股龙头为主,对于特殊股权结构(VIE)架构的公司以及尚未盈利的行业巨头在 A 股上市扫清了政策性障碍。

按照制度要求,第一批符合 CDR 发行条件的公司包括小米、百度、阿里巴巴、京东、腾讯、网易、携程等公司。这批公司主要以 C 端的互联网产品服务为主,在各自主营领域占据绝大多数市场份额,用户过亿人。

CDR 发行将对 A 股的科技股估值有长期的影响。首先,优质公司回归将增加 A 股资金对于科技股的配置;因为 A 股的上市制度要求,以前成长性最好的一批公司无法在国内上市,成长股投资在 A 股不是主流资金,甚至作为主题投资站在价值投资的对立面;优质公司的回归将增加 A 股资金对于科技股的配置。其次,资金配置将更加分化,有一大批成长空间有瓶颈或者正在转型的公司将被边缘化,在新股持续供应以及优质公司回归的情况下,会有大批 30 亿市值以下的小公司被边缘化;另外,估值水平也会分化,同一个行业的不同公司估值会逐渐有更多差异,因为内在的成长性、竞争力有较大差异,有核心竞争力、较高业务壁垒和持续成长潜力的公司将会有更高的估值溢价。

**表 5: 战略配售基金募集情况**

基金简称	基金代码	募集总额	个人投资者募 资金额	管理公司	基金经理
南方 3 年战略配售	160142	180	66	南方基金	蒋秋洁
华夏 3 年战略配售	501186	110	63	华夏基金	张城源
易方达 3 年战略配售	161131	244	125	易方达基金	胡剑、纪玲云、付浩、肖林
嘉实 3 年战略配售	501189	119	65	嘉实基金	张琦、刘宁
汇添富 3 年战略配售	501188	140	71	汇添富基金	刘伟林
招商 3 年战略配售	161728	248	170	招商基金	姚飞军、尹晓红

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

按照 CDR 发行的规模和资金比例,短期对市场的冲击不会太大,而且用于配置 CDR 的 6 只战略配售基金已经发行,合计募集金额 1041 亿元,面向个人投资者募集 560 亿元;战略配售基金将会降低 CDR 新发行之后的市场波动。

随着 6 月底首家披露《公开发行存托凭证招股说明书》的小米集团暂缓发行,CDR 整体推进节奏暂缓;CDR 的暂缓发行对于当前 A 股及科技股的整体情绪有所支撑,也给正在转型升级的 B 端服务 IT 产品公司更多的时间;中长期来看,A 股科技公司将有机会实现 B 端产品和 C 端产品共同繁荣的局面。

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20% 以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20% 之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10% 以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10% 以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032