

计算机

2019年度策略：投资新起点渐近，产业IT深化与云交织

计算机 2019 年投资环境类似于 2012-2013 年。行业呈现五大特征：1) PE (ttm) 回到 2013 年水平，计算机行业近 10 年 PE 低点为 2012 年 11 月，考虑行业一年约 15% 增速有超过 20% 下行空间。2) 小市值公司开始折价：选取 10 家成长逻辑明确的细分行业领军平均动态 PE 从年初 53.4 倍回落到 36.1 倍。3) 相较于 2012-2013 年，行业内公司具有更好的商业模式、更明确的壁垒、更清晰成长逻辑，有望推动行业估值底部上移。4) 行业关键估值驱动因素 IT 产业浪潮处于预期消化期：市场 2016-2017 年对于 AI、物联网等新浪潮进行过展望（导入期），2018 年处于预期消化期，2019 年仍未出现明确长期信号。5) 行业增速与 GDP 部分脱钩：2018 年我国 GDP 增速缓慢下行，软件业务收入增速逐步向上。总体而言，我们认为 2019 年计算机板块投资环境类似于 2012-2013 年，行业大浪潮尚需酝酿，注重细分景气行业与个股 alpha 投资。

行业特征为产业 IT 深化与云交织。 消费互联网退潮，产业互联网时代到来出现标志事件：微软市值近期超过苹果成为全球第一，BATH 等巨头全速加码产业互联网。从“互联网+”到产业互联网，行业从导入期深入到成长期，驱动力、技术特点、产业特点发生了深刻变化。产业互联网海外巨头与国内领军市值有百倍差异，本质为行业 know-how 与技术的结合与迭代，云、大数据、AI 等新技术应用为国内企业弯道超车提供了契机。预计 2019 年云 IaaS 资本支出增速先下降后回升，SaaS 处于长期产业化加速点，云计算带来的行业集中度提升特征将逐步显现。

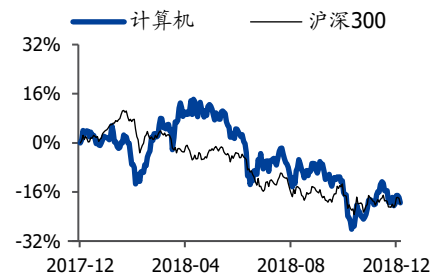
云 SaaS 与产业 IT 碰撞，衍生五投资主线。 1) 产业 IT 平台型公司。平台型龙头企业具有生态优势，优质赛道下胜出概率高。2) 新零售。产业 IT 领军阿里全力聚焦新零售，人力成本到达临界点，无人零售、零售大数据、供应链运营均出现产业加速点。3) 医疗 IT：电子病历政策推动医院内外互联互通需求旺盛、医药分离、商保接入等新商业模式逐步成熟。4) 金融 IT：行业领军估值已合理化，若监管加强则监管需求推动相关新增订单，若监管趋缓则为金融创新打开空间，下游景气度提升。5) 自主可控：贸易摩擦下自主可控或迎落地年，自主芯片等关键部件有望进入放量期，安全与安防需求重迎加速契机。

重点公司梳理： 1) 产业 IT 平台型公司：上海钢联、用友网络、广联达、航天信息、金蝶国际。2) 新零售：新北洋、汇纳科技、金固股份、石基信息、新大陆、新国都。3) 金融 IT：恒生电子、赢时胜、东方财富、同花顺、长亮科技、顶点软件。4) 医疗 IT：卫宁健康、思创医惠、东华软件、创业软件、万达信息、久远银海。5) 自主可控与信息安全：中科曙光、启明星辰、深信服、北信源、恒为科技、苏州科达、海康威视、南洋股份、中新赛克。6) 其他优质行业领军：华宇软件、科大讯飞、德赛西威、四维图新、依米康、佳发教育等。

风险提示： 财政支出不及预期；经济下行超预期；贸易摩擦加剧。

中性（维持）

行业走势



作者

分析师 刘高畅

执业证书编号：S0680518090001

邮箱：liugaochang@gszq.com

分析师 杨然

执业证书编号：S0680518050002

邮箱：yangran@gszq.com

相关研究

- 1、《计算机：产业互联网研究系列：找钢网与上海钢联对比研究》2018-12-06
- 2、《计算机：阿里组织架构大调整，新零售再成核心风口》2018-12-02
- 3、《计算机：阿里新零售再加码，无人售货机路径获确认》2018-11-28



内容目录

一、计算机投资新起点渐近.....	3
二、产业 IT 深化与云交织.....	6
三、产业碰撞衍生五大主线.....	12
四、重点公司梳理.....	23
五、风险提示.....	23

图表目录

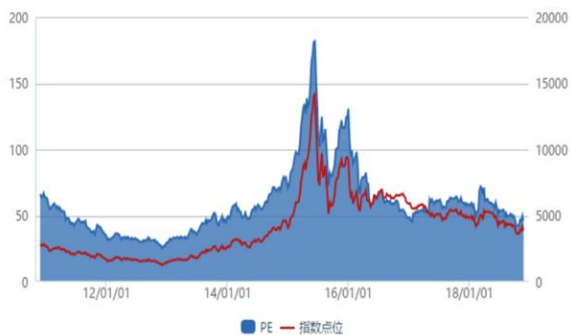
图表 1: 2012-2018 年中信计算机指数市盈率 (TTM)	4
图表 2: 2012-2018 年中信计算机指数市净率 (TTM)	4
图表 3: 小市值企业开始折价.....	4
图表 4: 计算机行业公司商业模式改善, 成长逻辑更加清晰.....	5
图表 5: 技术代际逐步兑现, 政策保持连续性.....	5
图表 6: 下一 IT 代际最近两年达到预期低点.....	6
图表 7: 2017 年 Gartner 成熟度曲线.....	6
图表 8: 软件行业收入与 GDP 增速部分脱钩.....	7
图表 9: BATH 全面加码产业互联网.....	7
图表 10: 从“互联网+”到产业互联网, 产业 IT 深化.....	8
图表 11: 云计算下企业信息化五大特征.....	9
图表 12: 全球互联网巨头 CAPEX 及增速 (单位: 十亿美元)	10
图表 13: 中国公有云市场规模 (亿元) 及增速 (%)	10
图表 14: 中美云计算发展情况对比.....	11
图表 15: 亚马逊现金资本支出及增速.....	11
图表 16: 2017-2021 年中国 SaaS 市场规模及增速 (单位: 百万美元)	12
图表 17: 2015 年全球 SaaS 产品市场份额分布.....	12
图表 18: Adobe 收入端在 2013-2014 年经历云转型阵痛期.....	13
图表 19: 建筑信息化龙头广联达转型顺利.....	13
图表 20: 中科曙光政务云已覆盖超过 40 个城市.....	14
图表 21: 政务云带来需求提升与行业集中度提升.....	14
图表 22: 云计算与各个产业深度融合.....	15
图表 23: 美国 2B 级服务行业发展历史.....	15
图表 24: 中美 B 端科技服务市场对比.....	16
图表 25: 《推动企业上云实施指南》进一步明晰了上云目标和力度.....	16
图表 26: 用友网络云服务产品.....	17
图表 27: 用友网络云平台客户数.....	17
图表 28: 2018Q1-Q3 中国单季度实际 GDP 同比增速.....	17
图表 29: 2015.10-2018.10 我国社会消费品零售总额同比增速.....	17
图表 30: 算法驱动的 30 分钟配送体系.....	18
图表 31: “盒马鲜生”体系.....	19
图表 32: 新北洋“智能微超”自动售货机.....	19
图表 33: 新零售投资主线.....	20
图表 34: 电子病历系统整体应用水平分级评价基本要求.....	20

图表 35: 我国医院数量统计.....	21
图表 36: 医保局成为医疗最大支付方.....	21
图表 37: 互联网医院商业模式.....	22
图表 38: 互联网巨头布局医疗 IT.....	22
图表 39: 医疗信息化创新业务变现.....	22
图表 40: 《资管新规》等政策内容.....	23
图表 41: 金融监管现趋缓信号.....	24
图表 42: 2003-2017 年恒生电子收入及增速.....	24
图表 43: 资管 IT 系统领军厂商竞争格局.....	24
图表 44: 我国计算机领域自主可控品牌/厂商梳理.....	25
图表 45: 国产芯片研发情况梳理.....	26
图表 46: 等保三级要求及应对思路.....	26

一、计算机投资新起点渐近

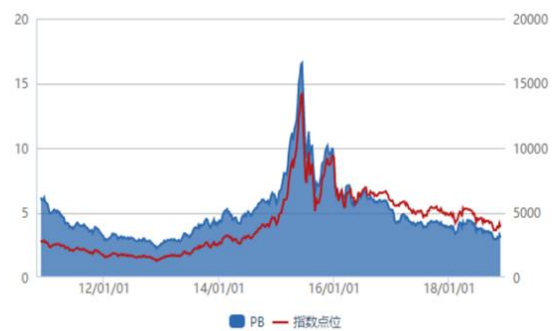
PE、PB 估值已回到 2013 年水平。从市盈率来看，截止 2018 年 11 月 23 日中信计算机指数市盈率 (TTM) 为 46 倍，2018 年 10 月底接近 40 倍，2014 年 1 月初计算机行业市盈率约 49 倍，目前计算机行业市盈率估值已回到 2013 年水平，计算机行业近 10 年市盈率低点为 2012 年 11 月底，约 25 倍估值。从市净率来看，2018 年 11 月 23 日市净率为 3.07 倍，2018 年 10 月底为 2.96 倍，接近 2013 年 5 月水平。2012 年 11 月底计算机行业 PB 近 10 年低点为 2.2 倍。PE、PB 已回到 2013 年水平。

图表 1: 2012-2018 年中信计算机指数市盈率 (TTM)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 2012-2018 年中信计算机指数市净率 (TTM)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

小市值公司开始折价。2018 年大市值且细分行业领军具有风格优势，享受一定流动性溢价。我们选取 10 家小市值但具有明确成长逻辑的细分行业领军公司赢时胜、苏州科大、新国都、鼎捷软件、顶点软件、赛意信息、汇纳科技、恒为科技、格尔软件、信息发展进行观测。其平均市盈率 (TTM) 从年初 53.4 倍下降到目前动态 36 倍水平，且低于行业平均市盈率，小市值企业开始折价。

图表 3: 小市值企业开始折价

证券代码	证券简称	2017.12.31 市值(百万元)	2018.11.26 市值(百万元)	2017.12.31 市盈率	2018.11.26 市盈率
300377.SZ	赢时胜	9,175.90	8,908.60	52.9	36.7
603660.SH	苏州科达	8,652.50	6,526.50	34.3	21.1
300130.SZ	新国都	6,326.70	5,768.20	58.8	39.6
300378.SZ	鼎捷软件	3,909.80	2,663.00	61.4	41
603383.SH	顶点软件	3,863.20	3,620.80	41.3	30.1
300687.SZ	赛意信息	3,787.20	2,828.40	41.2	27.4
300609.SZ	汇纳科技	3,642.60	2,521.50	58.1	38.5
603496.SH	恒为科技	3,479.00	3,395.20	49	33.2
603232.SH	格尔软件	2,982.90	1,913.80	46.6	27
300469.SZ	信息发展	2,738.80	2,564.30	90.2	66
			平均值	53.4	36.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2019VS2013: 更好的商业模式、更明确的壁垒、更清晰的成长逻辑、更低的行业增速。
1) 更好的商业模式: 云计算以及运营方式改造使得从订单型收费，转变为按流量 (年/人次/使用次数) 收费。例如广联达传统造价软件收入受到建筑业新开工面积波动影响较

大, SaaS 转型后按年收费, 可以平滑业绩波动。2) 更明确的壁垒: 技术与行业 Know-how 不断迭代, 领先服务商的产品及服务优势更加明显, 以往集成商靠渠道取胜的优势在淡化, 行业集中度提升。3) 更清晰的成长逻辑: 2013-2015 年期间, 计算机公司相继推进互联网+战略, 2018 年, 市场上有一批优质公司进入到收获期, 可验证性增强。例如东方财富的互联网券商、卫宁健康的互联网+医疗健康等, 成长逻辑更加清晰。4) 更低的行业增速: 2013-2015 年软件行业收入增速从 25% 下降到 15%, 目前保持 15% 水平。

图表 4: 计算机行业公司商业模式改善, 成长逻辑更加清晰

2013-2015 年		2018 年创新业务进展
广联达	按照 License 收费, 受到宏观经济和建筑行业周期波动影响较大	按年收费。2018 年 11 个地区的 SaaS 转型顺利, 转型后可以平滑业绩波动, 吸引中小客户, 降低盗版率
同花顺	券商行情系统建设方, 单项目 80-500 万元	券商导流、证券投资软件、数据资讯软件、黄金经纪、AI 投资
卫宁健康	业务依靠获取大中型医院的项目	互联网医疗健康业务模式已经成型, 云医、云药、云险、云康业务模式开始兑现, 预计 2018 年实现盈亏平衡

资料来源: 相关公司公告, 国盛证券研究所

行业估值关键因素: 从移动互联网到新的 IT 代际。 1) 三因素驱动上轮计算机牛市。2013-2015 年计算机行业的高景气来源于 IT 代际、政策驱动、货币政策放松。尤其“互联网+”政策和移动互联网红利带来的巨大机会。2) 主 IT 代际尚未到来, 技术代际逐步兑现, 政策保持连续性。政策保持连续性、类似于移动互联网的主 IT 代际需要考虑 5G、AI、物联网进展。云计算、工业互联网等技术代际产物进入成长期。

图表 5: 技术代际逐步兑现, 政策保持连续性

2013-2015 年	2018 年-
工业 4.0: 2015 年, “中国制造 2025” 首次出现在政府工作报告中	工业互联网: 2017 年 11 月, 国务院又发布《关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网》
4G: 2013 年 12 月 4 日下午, 工信部向中国联通、中国电信、中国移动正式发放了第四代移动通信业务牌照 (即 4G 牌照)	5G: 按照运营商的时间表, 2019 年将陆续开启 5G 预商用, 2020 年实现 5G 全面商用。联通已经在 16 个城市陆续开启了 5G 规模试验, 预计将开展超过 600 个实验网建设
互联网+: 2015 年 7 月 4 日, 《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》正式发布。《指导意见》就推动“互联网+”的国家行动计划锁定了十一大重点发展领域: “互联网+” 创业创新、协同制造、现代农业、智慧能源、普惠金融、益民服务、高效物流、电子商务、便捷交通、绿色生态、人工智能共十一大重点发展领域	物联网、车联网: 2018 年 1 月国家发改委公布《智能汽车创新发展战略》明确了智能汽车产业的发展愿景: 目标是到 2020 年智能汽车新车占比达到 50%, 中高级别智能汽车实现市场化应用
移动互联网: 得益于 4G 网络快速发展以及国内移动电话用户的大幅增长, 移动互联网的发展在 2013-2015 年保持较高增长速度	人工智能: 10 月 31 日中共中央政治局强调加快发展新一代人工智能是事关我国能否抓住新一轮科技革命和产业变革机遇的战略问题。云计算: 8 月 10 日, 工信部发布《推动企业上云实施指南》明确了发展目标: 到 2020 年, 全国新增上云企业 100 万家, 形成典型标杆应用案例 100 个以上

资料来源: 政府相关网站, 国盛证券研究所

下一个 IT 代际在 2018-2019 年达到预期低点。5G、AI、车联网、物联网、AR 为代表的下一 IT 代际目前过高预期逐步消化, 2018 年成长信号不明。在预期消化的这两年, 后续新的 IT 需求有望提升。

大周期来看, 在 5G 推动下, 人工智能等技术有望 2020 年后进入产业化阶段。从 5G 技术的成熟度角度来看, 2019 年中即具备大规模部署的条件。华为徐直军在“2018 年

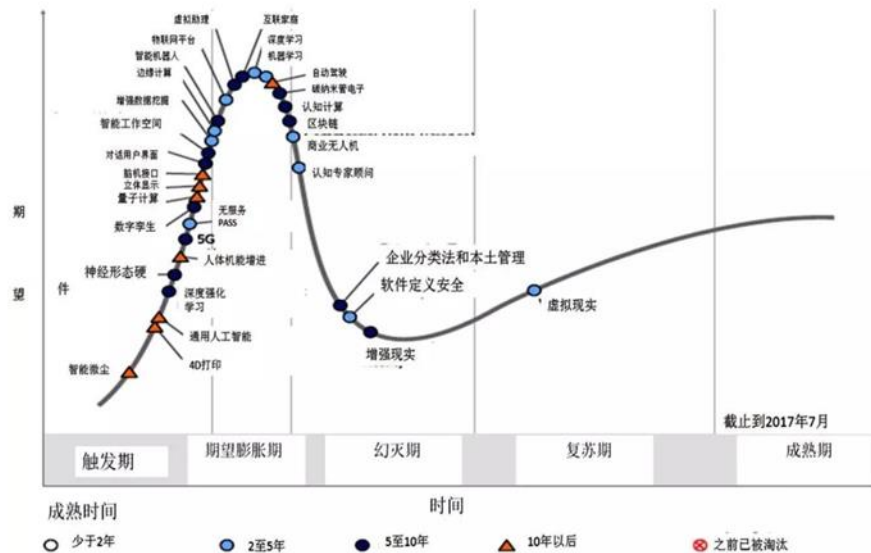
上海世界移动大会”上公布 5G 时间表：华为将于 2019 年 3 月 30 日推出基于独立组网（SA）的 5G 商用系统；2019 年推出支持 5G 的麒麟芯片；2019 年 6 月推出 5G 智能手机。

图表 6: 下一 IT 代际最近两年达到预期低点

领域	事件
AI	科大讯飞澄清同传事件，引发人们对 AI 是否高估的热议。
车联网	2018 年 3 月 26 日，一辆 L4 自动驾驶汽车（改造于沃尔沃 XC90）在亚利桑那州的公共道路上撞击一位行人并致其死亡。这也是世界首例 L4 车辆因车祸致人死亡事件
物联网	2018 年云栖大会马云：“未来十到十五年，传统制造业企业将会非常痛苦，今天的外部环境下，在技术变革的大趋势下，依靠传统的资源消耗型企业越来越难，挑战也会越来越大，不拥抱新制造业的企业，就如同盲人开车”
AR/VR	2018 年 VR 跌到谷底，资本不再青睐 VR 项目，国内 VR 公司纷纷解散

资料来源：新浪科技等媒体，国盛证券研究所

图表 7: 2017 年 Gartner 成熟度曲线

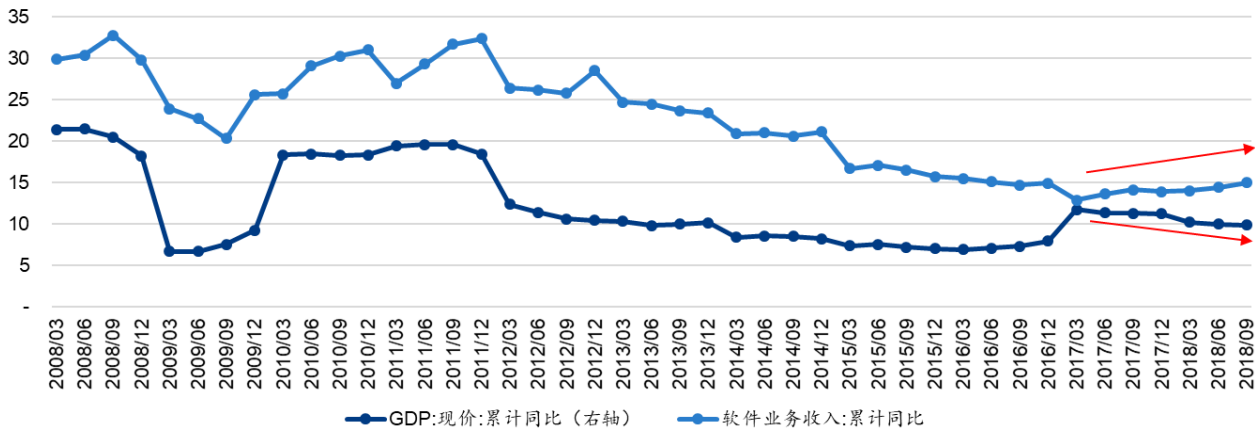


资料来源：Gartner，国盛证券研究所

软件和信息技术服务业增速逐渐与 GDP 增速部分脱钩。历史上软件行业收入增速与 GDP 增速的变动基本保持一致。2017 年之后我国实际 GDP 增速开始缓慢下行，然而软件业务收入增速呈现上涨趋势。

软件行业增长或源于云计算及经济发展水平驱动的信息化深化。2018 年前三季度我国软件业务收入 44990 亿元，同比增长 15%，且呈逐季上升态势。

图表 8: 软件行业收入与 GDP 增速部分脱钩



资料来源: 工信部, Wind, 国盛证券研究所

二、产业 IT 深化与云交织

“工业互联网”的误解。在英文中，“产业”和“工业”是同一个词 (Industry)，因此在早期的中文文献中，产业互联网也常被译为工业互联网。后来，工业互联网的概念又与德国的“工业 4.0”概念相融合，逐步走进了各种政府文件和学术文献中。实际上原始文献中产业互联网的应用领域并不限于工业，已涉及了航空管理、医疗等领域。

消费互联网退潮，产业互联网时代到来。截至 11 月 30 日，微软市值约为 8512 亿美元。苹果约为 8474 亿美元。微软公司超越苹果戴上“全球市值第一公司”的皇冠。

BATH 全面加码产业互联网。2018Q4，腾讯与阿里在新的组织架构升级上都进一步聚焦了产业互联网，阿里更是聚焦新零售及阿里云，显示其在产业互联网基础设施及部分细分领域已确立了路径。华为 2017 年起通过云 EI，在城市、制造、物流、互联网等 8 大行业不断推进。李彦宏开始认为 AI to B 是推进产业互联网的抓手。

图表 9: BATH 全面加码产业互联网

巨头	布局加速信号
腾讯	2018 年 9 月 30 日，即将迎来 20 周岁生日的腾讯宣布启动新一轮整体战略升级，并因此进行了一轮力度空前的业务架构调整。“扎根消费互联网、拥抱产业互联网”是此次调整的核心目标。
阿里	阿里走得更快，2016 年由马云在云栖大会上提出“五新”战略以来，对“新零售、新制造、新金融、新能源、新技术”的追求。2018 年 11 月 26 日阿里巴巴新一次组织架构升级更是聚焦新零售及阿里云，显示其在产业互联网基础设施及部分细分领域已确立了路径
华为	华为 2017 年 9 月推出云 EI，在城市、制造、物流、互联网等 8 大行业的超过 200 个项目进行探索
百度	2018 年 11 月第五届互联网大会上，李彦宏认为人工智能时代不仅仅会深刻地改变影响我们消费的领域，也会深刻彻底改变产业，改变 2B 的领域

资料来源: 腾讯、阿里等公司官网, 国盛证券研究所

产业互联网的重点并非在于互联网，更多的是新技术对产业的改造。很多人会将产业互联网简单地看做是互联网影响行业的开始，其实不然，产业互联网的重点并非在互联网本身，更多的代表的是以大数据、云计算和 AI 智能对于产业的深度改变上。

互联网及移动互联网向社会普及了对 IT 价值的认知。之所以将移动互联网之后的时代称作是产业互联网时代，很大程度上是因为互联网为我们提供了一个思考 B 端行业改造

的方式，并且能够将互联网在改造 C 端用户时所积累的模式应用在 B 端行业上。

从“互联网+”到产业互联网，产业 IT 深化。2015 年 3 月 5 日，政府工作报告中首次提出“互联网+”行动计划，推动移动互联网、云计算、大数据、物联网等与现代制造业结合，促进电子商务、工业互联网和互联网金融（ITFIN）健康发展，引导互联网企业拓展国际市场。”

经历几年产业发展，各细分领域壁垒更加深厚，行业结构变化，应用开始深化。云计算、大数据、AI 等技术真正成为产业基础设施，互联网巨头切入进一步加速产业发展。

图表 10: 从“互联网+”到产业互联网，产业 IT 深化

时代	发展期	标志性事件	驱动力	技术特点	产业特点	代表企业
互联网+	新技术导入期	2015 年 3 月 5 日十二届全国人大三次会议上，李克强总理在政府工作报告中首次提出“互联网+”行动计划。	政策推动 产业与 IT 投入	传统 IT: 本地化、迭代速度低、实施成本高	集成商为主、软件商以 Lincense 为主、应用初级，产业自我发展	传统集成商、软件商
产业互联网	成长期	2018 年 9 月 30 日，腾讯宣布启动战略升级，将“扎根消费互联网，拥抱产业互联网”。	技术与产业成熟度共振	云计算、大数据、AI 逐步推进，效果深入	“互联网+”转型验证，逐步转向云与 SaaS 模式，互联网巨头寻求赋能	广联达、上海钢联、用友网络、金蝶国际、东方财富等

资料来源：新华社、腾讯等官网，国盛证券研究所

技术裂变：云计算带来企业服务内容深化、企业服务易推广、海内外差距拉近，从而有望带来整体企业效率提升。云计算带来企业服务内容深化。云计算、物联网和社交网络时代，企业信息化也将进入一个全新的阶段。这一阶段，企业信息化将主要呈现出五大特征。

业务属性决定新技术下中国有望弯道超车，需求升级下呈现巨大成长机会。企业信息化业务迭代方式为行业 know-how 与产品不断调整迭代，国内企业对本地化知识更了解，新技术冲击下有望实现弯道超车。截止 2018 年 11 月 30 日，美国的 Oracle、Salesforce、Workday 和 Servicenow 分别达到了 1847 亿美元、1092 亿美元、356 亿美元、332 亿美元的市值，而市值 8512 亿美元的微软和 8264 亿美元的 Amazon 也有很大比例的企业级业务。而中国除了阿里和腾讯有部分云业务以外，没有主流互联网企业的主营业务是企业级服务，领军企业用友网络及航天信息市值不超过 70 亿美元。

图表 11: 云计算下企业信息化五大特征

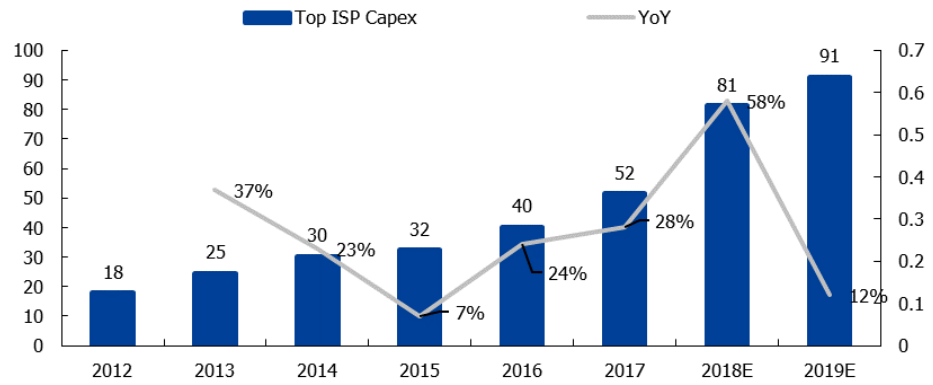
特征	内涵
以人为本的社 文化 ERP	传统管理软件以业务为中心，侧重对于“财和物”的资源管理，忽视了人在企业运营中所起的重要作用。以人为本的信息化建设，注重提高员工效率和团队效率。企业社交网络作为企业私密的社交平台，其信息流通实现了从“一点到多点”向“多点对多点”传播方式的转变，打破了传统的传播瓶颈。可以为企业提供信息交互的竞争优势，使需要协作的员工更方便、有效的进行交流与分享，降低企业沟通成本，提高工作效率，凝聚专业知识工作者和远程同事
更强大的供应 链协同能力	在激烈的市场竞争中，准确把握客户需求、迅速推出新的产品、实现柔性快速交货，已经成为企业赖以生存的基础。集成了电子商务、社交网络的供应链系统，将为企业打造更加强大的协同能力；让企业能更方便地与客户、制造商、供应商、运输商及其他相关方进行无边界的沟通与协作
集成化、智能 化程度更高	RFID、GPS、电子支付等技术广泛应用，使信息采集更为方便，将这些信息有效整合在企业 ERP 系统中，使集成化程度更高，避免了过去人工扫描信息的种种弊端。电子支付技术与 ERP 系统的融合，在提高了企业财务信息即时准确性的同时，也降低了企业的财务费用。在集成化程度提高的同时，通过商业智能（BI）软件进一步辅助商业决策，提高其智能化程度
移动信息化	云计算和移动信息化的结合，使管理者突破过去办公场所、上网条件等限制，让管理随时随地触手可及。目前企业移动信息化在流程审批、报表查询、销售支持、商业智能、库存查阅等领域应用最多；而且，基于不同行业差异化细分的移动商务模块也越来越多
按需使用信息 化服务	对于许多中小企业而言，没有足够的资金也并非都需要使用全套的 ERP 等流程复杂的管理软件，只需要解决一些分散的棘手问题来提高运营效率。云计算融合了协同工作、社交网络、搜索引擎等 Web2.0 技术和虚拟化技术，依托强大的高性能计算基础结构，能够同时满足大量个人和商业需求，能够实现随时获取，按需使用，按使用付费

资料来源：互联网公开资料整理，国盛证券研究所

2018 云计算投资关注资本支出增速，2019 年边际下滑。1) 根据 Synergy Research 统计，2018H1 全球超大规模科技公司的 Capex (资本性支出) 的总额达到 530 亿美元，同比增幅为 71%。2) 根据某国际投行估计，2018 年互联网巨头资本支出增速将迎来 58% 的历史新高，2019 年资本支出将回落至 12%。

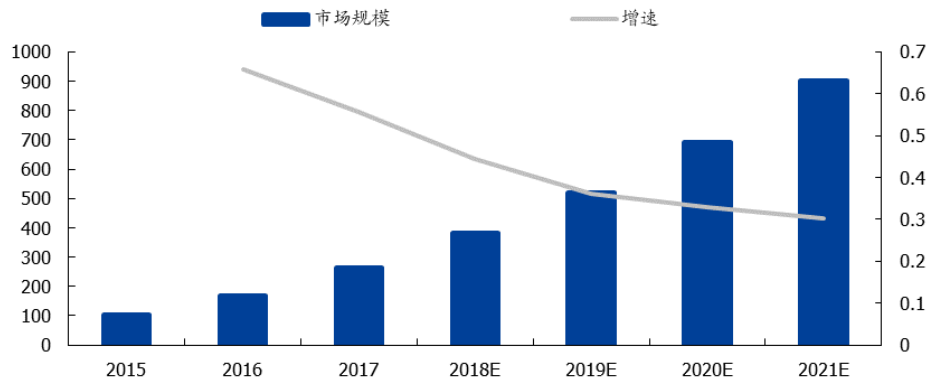
我国公有云市场增速高于全球，2019 年适当回落后预计上升。预计 2018-2021 年我国公有云市场增速保持在 30% 以上，IaaS 成为公有云增速最快的服务类型，高于 SaaS。IaaS 2017 年增速 70.1%，SaaS 2017 年增速 39.1%。阿里与腾讯 2018 年资本支出增速超过 70%，2019 年或适当回落至 30%-40%。

图表 12: 全球互联网巨头 CAPEX 及增速 (单位: 十亿美元)



资料来源: Synergy Research, 国盛证券研究所

图表 13: 中国公有云市场规模 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: 中国信通院, 国盛证券研究所

我国云计算仍然处于早期阶段, 落后美国五年左右。根据 IDC 资料, 我们认为国内云计算产业落后美国至少五年。亚马逊 AWS 在 2006 年推出首款产品, 阿里云于 2009 年才成立。国内市场在 2013 年企业用户才逐步对云计算接受并认可, 目前产业正进入广泛应用阶段。

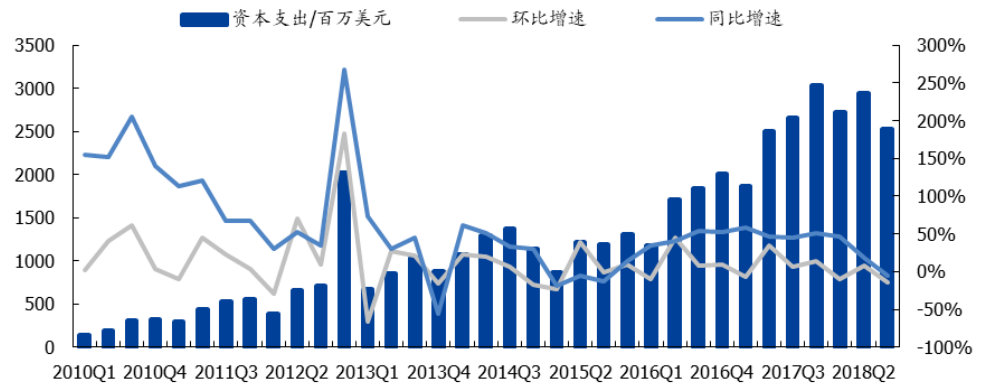
从规模对比、亚马逊发展历程来看, 国内 IaaS 产业中期将高速发展。2018 年第三季度, AWS 单季度收入 66.8 亿美元, 同比增长 46%; 阿里云单季度收入 56.7 亿元, 同比增长 90%。从亚马逊历年资本开支来看, 有多次其资本支出出现同比负增长 (2013Q4、2015Q1/Q2/Q3), 且下滑幅度均大于 2018Q3, 2018Q1 资本支出相较于 2008Q1 增长约 53 倍, 短期资本支出调整并不改变云计算 IaaS 行业发展趋势。

图表 14: 中美云计算发展情况对比



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

图表 15: 亚马逊现金资本支出及增速

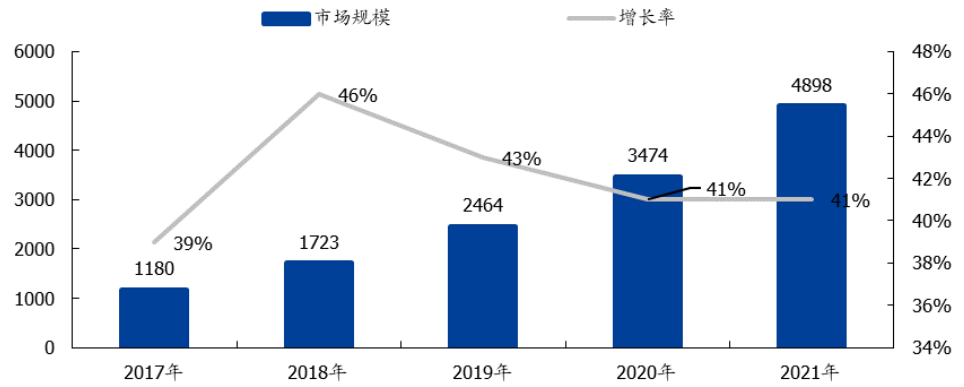


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

SaaS 处于产业化起点, 长期景气。根据 IDC 预测, 2021 年, 中国 SaaS 市场规模将达到 48.9 亿美元, 2017-2021 年的年复合增长率将超过 40%。

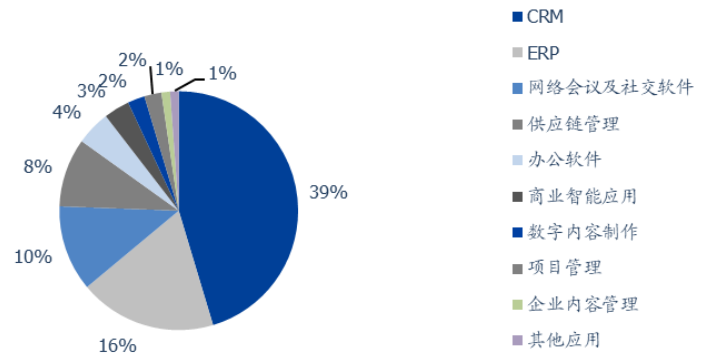
中国仍处于 ERP 云化阶段, 发展空间大。参照 2015 年全球 SaaS 市场结构, CRM、ERP、网络会议及社交软件占据市场 65% 的份额; 数字内容制作、企业内容管理、商业智能应用等产品规模较小、增长快, 尤其企业内容管理增速达 40%, 数字内容制作增速 25%。以金蝶国际、广联达为代表的 SaaS 企业云收入均在亿元级别, 仍有较大发展空间。

图表 16: 2017-2021 年中国 SaaS 市场规模及增速 (单位: 百万美元)



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

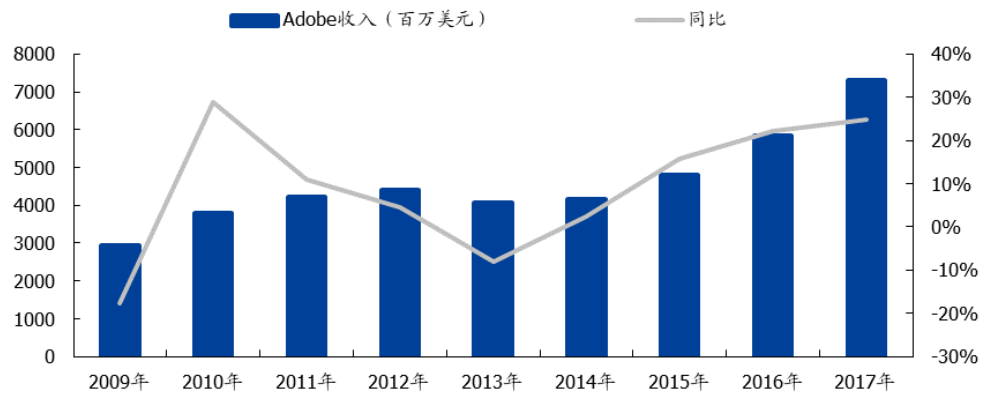
图表 17: 2015 年全球 SaaS 产品市场份额分布



资料来源: Gartner, 国盛证券研究所

国外云转型已有代表性企业。国外传统软件 SaaS 云转型的代表有 Adobe、Autodesk 等，此类企业已经度过了 1-2 年的转型阵痛期，正式步入云业务快速发展期。
垂直领域龙头企业最有望引领云转型。建筑、餐饮等垂直细分领域具有龙头企业，市场占有率高，用户粘性强，最有望成为云化进展最快的领域。从目前情况来看，国内外建筑信息化龙头广联达、酒店信息化龙头石基信息等行业内领先企业已经步入转型的关键期，目前来看，广联达云转型已取得初步成效。

图表 18: Adobe 收入端在 2013-2014 年经历云转型阵痛期



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

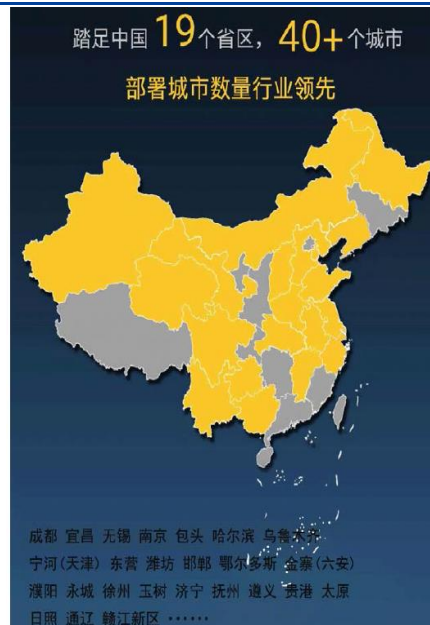
图表 19: 建筑信息化龙头广联达转型顺利

	2018 年中报	2018 年三季报
预收账款余额 (百万元)	311	379
其中: 造价预收款余额 (百万元)	256	319
主营业务总收入 (百万元)	1,055	1,778
同比	15.90%	26.15%
归母净利润 (百万元)	147	293
同比	3.50%	2.10%
还原后		
主营业务总收入 (百万元)	1,181	1,967
同比	31.96%	32.92%
归母净利润 (百万元)	273	482
同比	56.90%	35.00%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

云计算产业结构特征为行业集中度提升, 被严重忽略。1) 政务云行业集中度提升, 迎来财务拐点临近。传统 IT 形态下电子政务企业超过万家, 从我们调研曙光 3 个云中心及总部、紫光、太极的情况看, 目前很多云已经转向了运营模式, 随之带来需求增加、效率提高、行业集中度提升。随着购买服务增多, 逐步转向财务拐点。2) 广联达提升实际渗透率与客单价。造价软件领域竞争对手鲁班与神机妙算底层采用的是 AUTODESK 产品, 所以在转云的时候难以跟进。传统营销方式是结合定额库与清单规则进行的地推销售, 转云后用户粘性增强, 重点覆盖新增用户提升实际渗透率。转云后有更好的协同效应与功能迭代, 同时年费模式使用户成本更加平稳, 用户 APRU 值有望进一步提升。结果是最好的产品力, 早期依靠营销实现了行业的集中。

图表 20: 中科曙光政务云已覆盖超过 40 个城市



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所









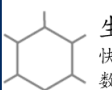



图表 21: 政务云带来需求提升与行业集中度提升



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

云计算迅速渗透进入各个行业的信息化环境。传统 IT 领域例如金融、医疗健康、能源、政务等行业用户利用云计算全面改造，相关 IT 细分行业需求与结构也在快速升级。云计算与产业 IT 深化浪潮触碰的方向具有投资机会。云计算与产业 IT 互相需要、互相推动，在大的 IT 浪潮尚未到来时，两大 IT 趋势触碰的景气领域具有中期投资机会。

图表 22: 云计算与各个产业深度融合

 <p>物联网 大数据分析，共建物联网生态</p>	 <p>新金融 高弹性、高可用、安全合规，助推金融业务创新</p>	 <p>新能源 专业化云端业务与技术</p>	 <p>大健康 集合传统医疗优势，致力构建智能医疗云生态</p>
 <p>大政务 安全可信的政务云基础架构</p>	 <p>大游戏 助力中小型游戏企业快速成长</p>	 <p>大制造 提供快速搭建一站式亿级设备接入、管理能力</p>	 <p>大传媒 提供面向媒体行业的业务场景</p>
 <p>生物基因 快速搭建海量基因数据上传存储到分析挖掘的一体化</p>	 <p>混合云 大数据、云服务、安全可靠的互联网新技术</p>	 <p>新零售 结合O2O基础，改造供应链，海量数据采集分析</p>	 <p>渲染 提供多层次渲染服务</p>

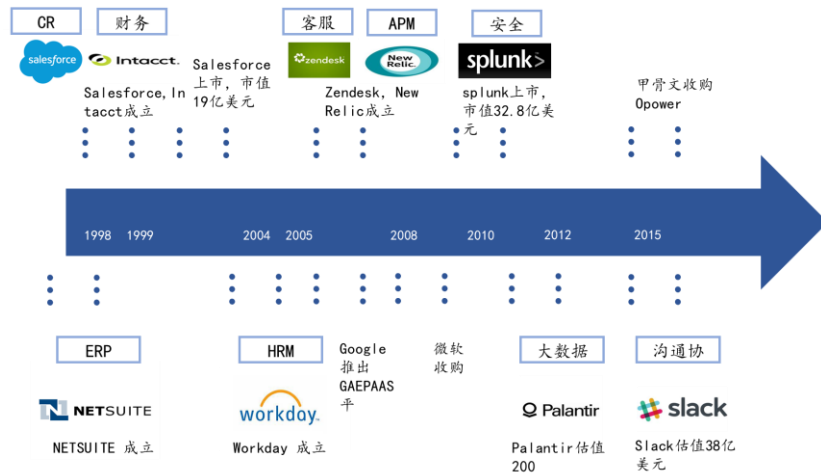
资料来源：阿里云官网，国盛证券研究所

三、 产业碰撞衍生五大主线

1、 产业 IT 平台型公司：国内企业需求+政策驱动，2B 与 2C 走向平衡

对标美国：2B 与 2C 走向平衡。 1) 相较于中国，美国 2B 领域公司已在数十年发展后较为成熟。1999 年后，伴随着 Salesforce 和 Intacct 的成立，CRM、ERP、财务等传统内部管理领域的产业 IT 公司大量出现，过去十年间，优秀的产业信息化公司商业模式逐渐成熟，并受到资本的认可，诞生了 Salesforce 这样市值超过千亿美元的巨头。2) 成熟公司打造平台型服务。2005 年以来，Workday、Zendesk 等公司相继上市，其后，企业社交、客服、招聘等新领域也开始涌现一批企业级应用提供商，形成了相对完整的产业链条。这一时期，部分成熟的公司开始向客户企业提供全套解决方案，打造平台型服务。

图表 23: 美国 2B 级服务行业发展历史



资料来源：《美国企业级服务发展史》，国盛证券研究所

图表 24: 中美 B 端科技服务市场对比

	美国	中国
B2B	市场较成熟，行业发展处于全球领先地位	处于快速腾飞阶段，与美国相比，细分领域还有较大增长空间
代表企业	Microsoft、Oracle、IBM	金蝶、用友
B2B2C	起步较早，增长迅速，体量较大，业务遍布全球，但场景和行业应用较单一	市场培育较成熟，近年来呈指数级增长，与美国差距逐渐缩小，且衍生出中国独有业务特点，未来潜力巨大
代表企业	Amazon	蚂蚁金服、平安科技

资料来源: PWC, 国盛证券研究所

国内企业需求+政策驱动，产业 IT 平台走向繁荣。国内云计算基础设施趋于成熟，企业云服务迎来发展黄金期，云服务从消费互联网（2C）加速向企业互联网（2B）发展。从企业需求来看，企业应用新一代互联网技术，加快商业创新和管理变革，实现数字化转型升级进程加快。to B 之所以成为热潮，一方面是人口红利释放殆尽，劳动力成本上涨，另一方面，中国经济从高速增长进入中高速增长新常态，中国经济需要转型升级，信息化和数字化可以提升生产效率。从政府推进来看，各级政府部门积极推进互联网+、工业互联网和企业上云。5月31日，工信部印发《工业互联网发展行动计划（2018-2020年）》；8月10日，工信部和发改委联合印发《扩大和升级信息消费三年行动计划（2018-2020年）》、《推动企业上云实施指南（2018-2020年）》，明确2020年全国新增上云企业目标达100万家。

图表 25: 《推动企业上云实施指南》进一步明晰了上云目标和力度

发布部门	政策条款	发布日期	发展目标
工信部	云计算发展三年行动计划（2017-2019年）	2017年4月10日	到2019年，我国云计算产业规模达到4300亿元，突破一批核心关键技术；新建数据中心PUE值普遍优于1.4；发布云计算相关标准超过20项
工信部	《工业互联网发展行动计划（2018-2020年）》、《工业互联网专项工作组2018年工作计划》	2018年5月31日	到2020年底，中国要初步形成各有侧重、协同集聚发展的工业互联网平台体系，遴选10个左右跨行业跨领域平台，培育一批独立经营的企业级平台。还将推动30万家以上工业企业上云，培育超过30万个工业APP
工信部	推动企业上云实施指南（2018-2020年）	2018年8月10日	到2020年，上云比例和应用深度显著提升；全国新增上云企业100万家，形成典型标杆应用案例100个以上，形成一批有影响力、带动力的云平台和企业上云体验中心
工信部	扩大和升级信息消费三年行动计划（2018-2020年）	2018年8月10日	推动中小企业业务向云端迁移，到2020年，实现中小企业应用云服务快速形成信息化能力，形成100个企业上云典型应用案例

资料来源: 工信部, 国盛证券研究所

平台生态是行业未来趋势。平台型龙头企业具有客户资源、行业资源优势，有望抢先建立生态闭环。大型IT企业拥有整合客户资源的能力，并且能围绕客户需求开发有效场景和产品，例如用友网络云服务打造综合型、融合化、生态式的企业服务平台，为各行业各领域的不同规模的企业和公共组织提供多态融合的PaaS+SaaS+BaaS+DaaS服务；上

海钢联做为钢银电商平台，为钢铁行业上下游企业提供一揽子电子商务解决方案。产业IT平台化细分领军投资主线：上海钢联（钢铁电商平台）、用友网络（企业服务平台）、广联达（数字建筑全生命周期平台）、航天信息（税控领域龙头企业）、金蝶国际。

图表 26: 用友网络云服务产品



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 27: 用友网络云平台客户数

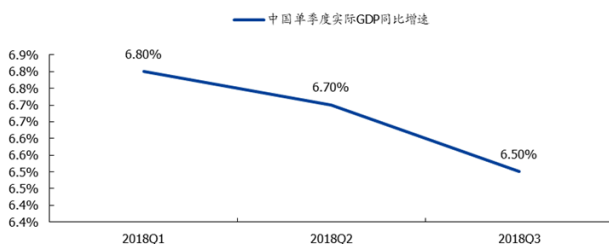
	2017Q4	2018Q1	2018H1
客户数			1000
入驻生态伙伴	320	470	900
入驻产品及服务			1200
PaaS公有云收入			1006万

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2、新零售：新零售形成大趋势，大数据驱动效率提升

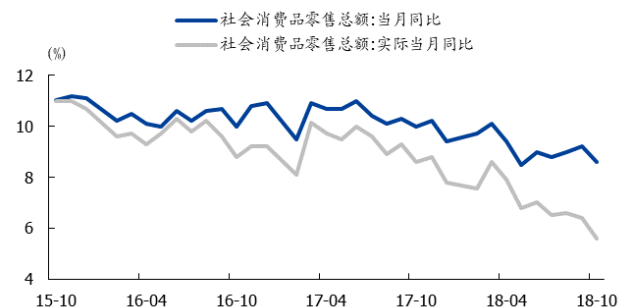
经济承压、消费疲软，精益管理被零售企业越发看重。经济承压、消费疲软。我国经济整体承压，根据国家统计局数据，2018年前三季度实际GDP增速6.7%，较上半年GDP增速下降0.1个百分点。其中，第三季度单季度实际GDP增速仅为6.5%，而一、二季度单季度分别为6.8%和6.7%。而根据Wind数据，1-10月我国社会消费品零售总额累计同比增长9.2%，10月当月社零总额名义增速为8.6%，低于前值9.2%和预期值9.1%，实际增速为5.6%，创下2003年6月以来新低，国内消费持续疲软。精准营销、精益管理被零售企业越发看重。随着GDP增速和社零增速全面下行，市场整体增长红利消失，且行业格局逐渐稳定，零售企业必然更加注重自身销售和管理效率，精准营销、精益管理和成本控制被越发重视。

图表 28: 2018Q1-Q3 中国单季度实际 GDP 同比增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 29: 2015.10-2018.10 我国社会消费品零售总额同比增速

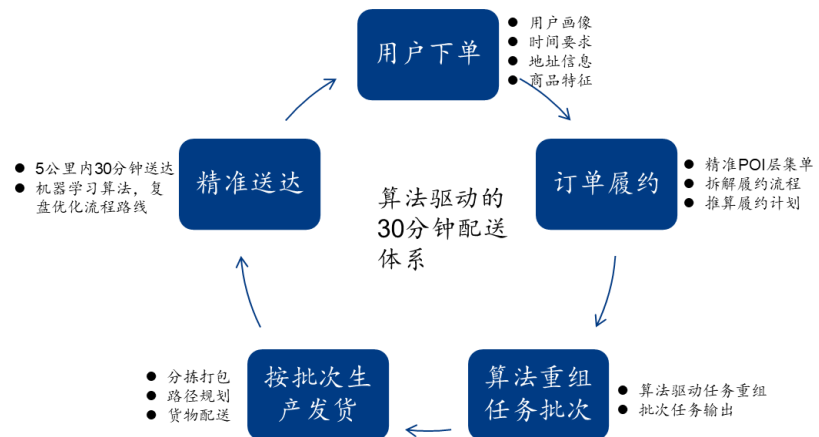


资料来源：Wind，国盛证券研究所

零售信息化核心是 CRM 和 SRM，大数据驱动效率提升。1) 零售信息化的核心是 CRM

和 SRM。新零售相对于传统零售最大的区别，就是从以商品为中心转变为以用户为中心，并且需要与供应链上游供应商深度合作，从而降低物流成本、产品采购价格、保证品质。例如，盒马鲜生的零售云系统的核心是会员、营销、商品、交易、供应链、门店作业，实现了全面的数字化。2) 大数据驱动效率提升。2015 年阿里推进大中台战略，全面打通各部门数据资源，大数据才能成为驱动新零售效率提升的基础。大数据选品方面，盒马鲜生通过 APP，WI-FI 探头、电子射频等多项技术，建立片区的客户信息库，能够获取顾客的年龄、性别、购物偏好、购买频次、评价等多项数据，再结合淘宝大数据来找到消费者需求最集中的商品，实现最优化 SKU 管理。供应链管理方面，盒马运用机器学习算法、不断优化流程和运输路线，从而实现“五公里范围内 30 分钟送达”。

图表 30: 算法驱动的 30 分钟配送体系



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

“盒马”模式验证可行，新零售已形成趋势。1) “盒马鲜生”成为新零售标杆，模式已验证可行性。“盒马鲜生”践行真正意义的 O2O 模式，线上流量通过线下实体店和线下物流系统提供服务，保证门店附近 3 公里范围内最快 30 分钟送货上门，并且产品品质严格把控、确保消费者体验。2018 年 9 月，阿里披露：运营 1.5 年以上的盒马鲜生门店，单店坪效超过 5 万元，远高于同业平均水平（1.5 万元），单店日均销售额达 80 万元，得益于盒马超过 60% 的线上销售占比，多家店面在开业半年就实现了盈利，基于零售科技的“盒马鲜生”模式获得验证后，后续将密集开店扩大规模，预计 2018 年全国门店将突破 100 家。2) 新零售已形成产业趋势。2016 年 10 月 13 日，马云在云栖大会上第一次提出“新零售”的概念，并且过去两年阿里通过“盒马鲜生”等新物种以及对传统零售的改造来使其落地。2017 年成为新零售发展的元年，以阿里和腾讯为首的互联网巨头对线下实体商业领域大量投资布局，打造诸多新物种，如阿里的盒马鲜生、京东的 7fresh、美团的掌鱼生鲜以及永辉的超级物种等。新零售升级改造的方法论正在被越来越多的行业巨头所采纳，并形成行业大趋势。

图表 31: “盒马鲜生”体系



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

新零售大趋势下，关注三条行业主线。阿里大规模组织架构调整、全面发力新零售，模式已经验证成功，方法论被腾讯等巨头接纳，新零售已经形成产业趋势。与传统零售和电子商务相比，新零售更加注重个性化推送和商品生产，需要大量且精准的消费者大数据，并且需要对线下门店、自助售货设备以及 IT 系统进行大量投入。三条行业主线：1、无人化趋势：新北洋（自动售货设备）；2、消费者大数据：金固股份（汽车后市场新零售领军），新大陆和新国都（线下商户零售 SaaS 服务），汇纳科技（国内最丰富零售大数据积累）；3、零售 IT 系统：石基信息（零售核心系统领军）。

图表 32: 新北洋“智能微超”自动售货机



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 33: 新零售投资主线

新零售特点	对应需求	细分领军	核心壁垒
无人化	自助零售设备	新北洋	自助设备领域具备研发、产能、渠道优势，核心产品智能微超和生鲜自提柜初步放量
个性化推送，C2M 的商品生产模式	消费者大数据	金固股份	全国几百家核心门店布局，汇集车主和车况海量数据，可实现新零售精准营销
		汇纳科技	拥有国内最丰富的线下零售大数据积累，而 BAT 等巨头在线下流量数据积累较弱
		新国都	全国几十万家线下门店支付和营销 SaaS 系统布局，可实现新零售定向营销
大数据驱动	零售 IT 核心系统	石基信息	国内酒店以及零售信息化系统领军

资料来源：国盛证券研究所

3、医疗信息化：电子病历奠定行业高景气，创新业务中长期有待变现

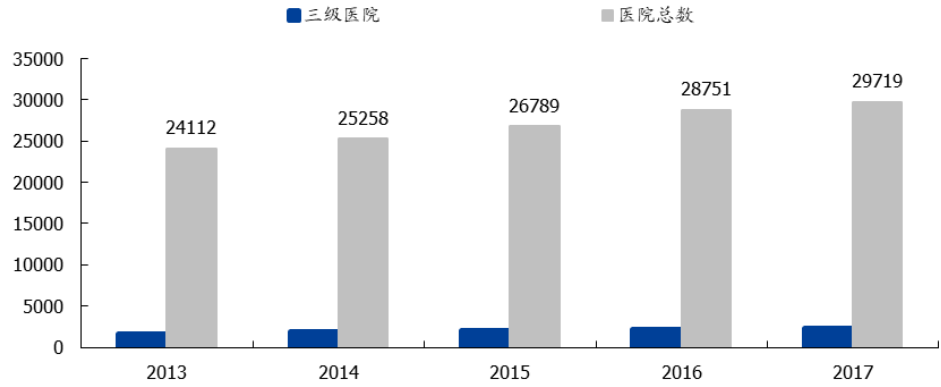
电子病历新规为行业增加百亿级增量：2019 年，辖区内所有三级医院要达到电子病历应用水平分级评价 3 级以上，即实现医院内不同部门间数据交换；到 2020 年，要达到分级评价 4 级以上，即医院内实现全院信息共享，并具备医疗决策支持功能。2017 年国内三级医院数量达到 2286 家，根据我们产业调研数据，达到 4 级以上的不到 10%，平均建设一个 4 级电子病历系统，需要 1000 万元，电子病历新增市场空间超过 200 亿。

图表 34: 电子病历系统整体应用水平分级评价基本要求

等级	内容	基本项目数(项)	选择项目数(项)	最低总评分(分)
0 级	未形成电子病历系统	-	-	-
1 级	检查医疗信息系统简历	5	20/32	28
2 级	医疗信息部门内部交换	10	15/27	55
3 级	部门间数据交换	14	12 月 25 日	85
4 级	全员信息系统共享，初级医疗决策支持	17	9 月 22 日	110
5 级	统一数据管理，中间医疗决策支持	20	6 月 19 日	140
6 级	全流程医疗数据闭环管理，高级医疗决策支持	21	5 月 18 日	170
7 级	医疗安全质量管理，区域医疗信息共享	22	4 月 17 日	190
8 级	健康信息整合，医疗安全质量持续提升	22	4 月 17 日	220

资料来源：医疗信息化联盟，国盛证券研究所；注：选择项目中“20/32”表示 32 个项目中至少需要 20 个达标

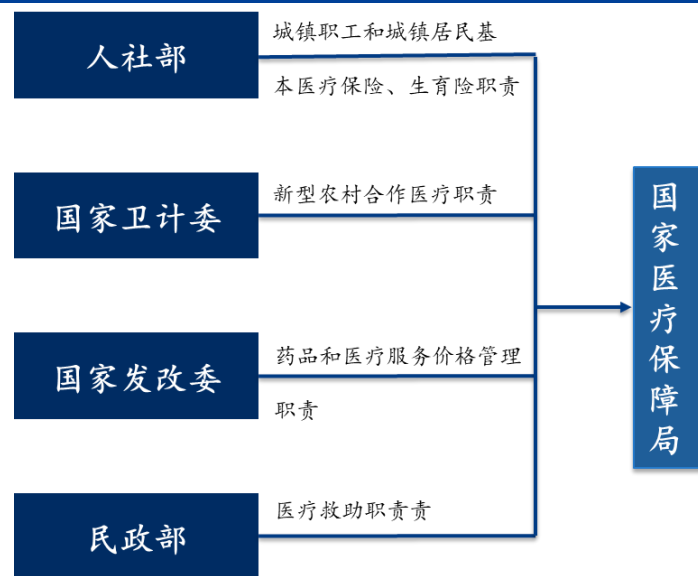
图表 35: 我国医院数量统计



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

医保局成为医疗最大支付方: 医保局的成立首先将解决“三保合一”的问题, 城镇居民医疗保险和新农合管理职能将加速整合。三保合一后意味着医保购买能力、谈判能力、支付标准的制定能力增强, 中国医改在一定程度上进入医保主导时代。第一, 医保为主, 商保为辅: 医保基金整合后, 未来医保支付改革更加游刃有余, 商保介入的空间和可能性进一步增大; 第二, 医保支付方式: 以“总额预付, 结余留用”为基础的按病种付费将在广度上向全国推广, 深度上向二级医院渗透, 医保相关决策进一步扁平化, 避免多个部门扯皮和争权; 第三, 公立医院控费: 随着医疗价格体系改革、医保支付标准确立, 公立医院在管控成本和诊疗流程管理的需求将逐渐凸显, 信息化的作用与规模将进一步扩大。

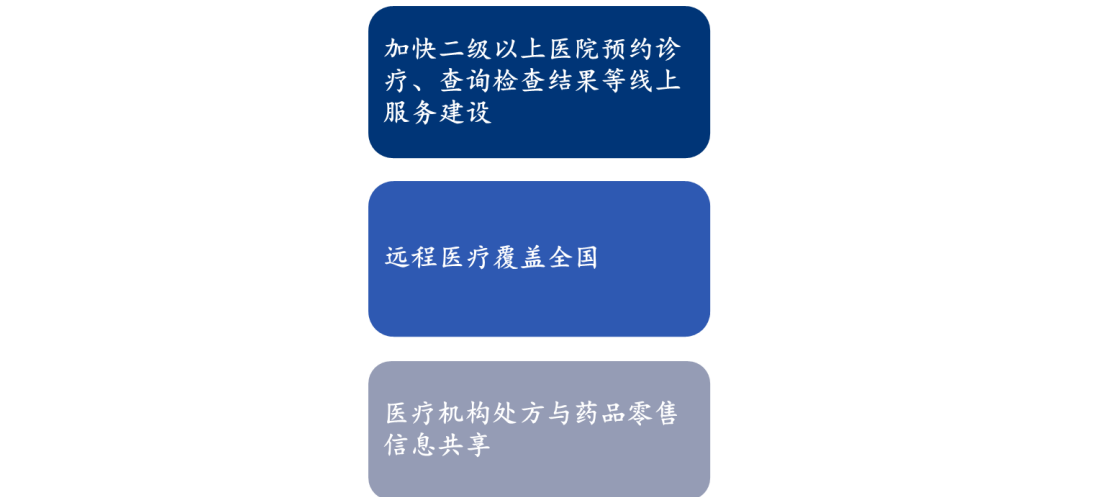
图表 36: 医保局成为医疗最大支付方



资料来源: 中国政府网, 国盛证券研究所

互联网+医疗健康被写入政策, 政府正式肯定互联网医院商业模式, 医疗信息化创新业务变现在即。 2018年4月28日, 国务院办公厅发布了《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》, 《意见》中指出允许依托医疗机构发展互联网医院, 并对发展远程医疗提出明确要求。允许在线开展部分常见病、慢性病复诊; 医师掌握患者病历资料后, 允许在线开具部分常见病、慢性病处方。9月13日, 国家卫健委出台了《互联网医院管理办法(试行)》、《互联网诊疗管理办法(试行)》、《远程医疗服务管理规范(试行)》, 肯定了互联网医院的商业模式。

图表 37: 互联网医院商业模式



资料来源: 中国政府网, 国盛证券研究所

互联网巨头和医疗 IT 企业合作, 联手布局互联网医疗。随着互联网+医疗健康的政策逐渐清晰, 未来商业模式存在极大机会, 互联网巨头纷纷与 A 股领先的医疗信息化公司合作, 希望能把传统医疗 IT 的医院客户资源、对医院业务的理解和医院 IT 实施能力, 与自身庞大的 C 端流量集合, 形成互补合作, 共同分享互联网+医疗健康的盛宴。医疗信息化创新业务变现在即: 线上诊疗支付、商业保险、远程医疗与处方外流成为“互联网+医疗”下创业业务有望变现的四大领域。**投资主线: 卫宁健康, 思创医惠、东华软件、创业软件、万达信息、久远银海。**

图表 38: 互联网巨头布局医疗 IT

公司	互联网巨头	资本合作	业务合作
卫宁健康	蚂蚁金服	10.58 亿受让卫宁健康 5.05% 股权, 1.93 亿增资子公司卫宁互联网 30% 股权	基于各自平台和业务的优势, 试点医疗支付和支付宝的应用融合
东华软件	腾讯	增资东华软件控股股东东华诚信 12.66 亿元, 获得东华软件 5.0% 股权	医疗云、医疗互联网、医疗人工智能及视频技术服务; 智慧城市案例共建; 能源物联网; 金融大数据四个专业方向深度合作
创业软件	蚂蚁金服、腾讯		腾讯: 腾讯觅影、智慧医院、人工智能、人脸识别、电子社保卡、微信城市门户、微信支付等产品融合到公司产品

资料来源: 相关公司公告, 国盛证券研究所

图表 39: 医疗信息化创新业务变现



资料来源: 国盛证券研究所

4、金融 IT: 受益于监管趋严、市场回暖, 云计算深化驱动壁垒提升

监管新政进入落地阶段，提升未来两年 IT 建设刚需。 1) 资管新规进入落地阶段，要求在 2020 年以前完成。2018 年 4 月 27 日，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局联合印发了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，简称“资管新规”。随后资管体系下的相关政策文件及配套规范陆续出台，尤其是四大重磅文件：资管新规、理财新规、信托资管新规和私募资管新规。其中《资管新规》已经进入落地阶段，诸多上市银行公告成立资管子公司，且要求金融机构需要在 2020 年底以前完成改造。2) 新政变动幅度较大，催生 IT 系统建设刚需。《资管新规》要求金融机构在产品、业务、组织架构、内部流程以及 IT 系统进行调整。其中 IT 系统建设包括加强资产管理、投资交易、托管估值、清算交收、信息披露等方面的系统建设。金融机构为符合监管要求，必须对 IT 系统进行新建或升级。3) 仅考虑银行新设资管子公司，有望打开 30 亿元市场。根据产业调研，大型商业银行、股份制银行、城商行以及少数农商行具备理财产品发行能力，保守估计国内机构总数为 300 家，假设资管全套系统销售价格为 1000 万/套，未来两年仅银行新设资管子公司的 IT 系统建设新增市场就有望达到 30 亿元。

图表 40: 《资管新规》等政策内容

政策内容	对行业影响	对厂商业务影响
第十三条规定，“主营业务不包括资产管理业务的金融机构应当设立具有独立法人地位的资产管理子公司开展资产管理业务，强化法人风险隔离，暂不具备条件的可以设立专门的资产管理业务经营部门开展业务。”第十四条要求，过渡期后，满足条件的商业银行想要开展资管业务，必须设立独立法人地位的子公司	促进各类金融机构成立资管子公司	银行等金融机构成立资管子公司进行独立运作，必然会产生大范围的新系统建设需求，如资产管理、托管估值等系统
《资管新规》相比征求意见稿删除了“现阶段银行的公募产品以固定收益产品为主”的表述	促进银行公募产品向权益投资发展	银行资产管理部门或子公司对资管系统（尤其投资系统）的全面性建设要求更高
第十八条规定，“金融机构对资产管理产品应当实行净值化管理，净值生成应当符合企业会计准则规定，及时反映基础金融资产的收益和风险，由托管机构进行核算并定期提供报告，由外部审计机构进行审计确认，被审计金融机构应当披露审计结果并同时报送金融管理部门。”	如银行理财类产品将全部实行净值化管理	银行理财产品的净值化管理，将带来估值、托管 IT 系统的建设需求
第十五条规定，“金融机构应当做到每只资产管理产品的资金单独管理、单独建账、单独核算，不得开展或者参与具有滚动发行、集合运作、分离定价特征的资金池业务。”	禁止资管机构开展类似资金池业务	资金池业务被禁止，资管产品需要单独管理、单独核算，需要建设更多和更规范的产品管理、估值、托管 IT 系统

资料来源：银保监会等官网，国盛证券研究所

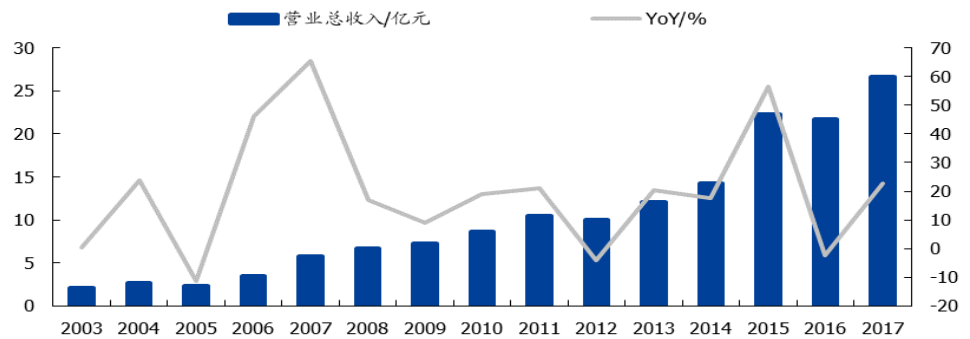
监管趋缓、市场回暖，金融机构采购意愿明细提升。 1) 2018 年下半年金融监管现趋缓信号。2018 年 6 月份起，国内对民营经济政策的支持力度明显加强。10 月 31 日，中央政治局会议强调我国各项经济工作要“稳字当头”，尤其是要着力稳住民营经济和稳住资本市场。尤其从三季度起，金融监管开始出现趋缓信号，在呵护资本市场运行方面陆续推出诸多政策。2) 金融 IT 企业业绩与市场景气度高度相关。随着二级市场回暖、交易量提升，资管机构和券商直接受益，当年的 IT 系统采购预算将明显提升，金融 IT 系统提供商的订单弹性较大。例如，资管 IT 领军恒生电子的营业收入增速跟资本市场景气度高度相关，2007 年收入增速达到 65.51%、扣非净利润增速达到 261.15%，2015 年收入增速达到 56.52%、扣非净利润增速达到 55.75%。

图表 41: 金融监管现趋缓信号

时间	部门	政策/发言/措施
2018年9月6日	证监会	牵头多部门修订《公司法》，完善上市公司股份回购制度
2018年10月8日	证监会	“小额快速”并购重组审核机制
2018年10月22日	证券业协会	牵头券商出资210亿设千亿资管计划驰援股权质押
2018年11月5日	上交所	将审慎评估并适度调整交易监管措施
2018年11月9日	证监会	修订发布《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》
2018年11月17日	证监会	修订发布发行股票并购重组相关内容规定

资料来源：证监会等官网，国盛证券研究所

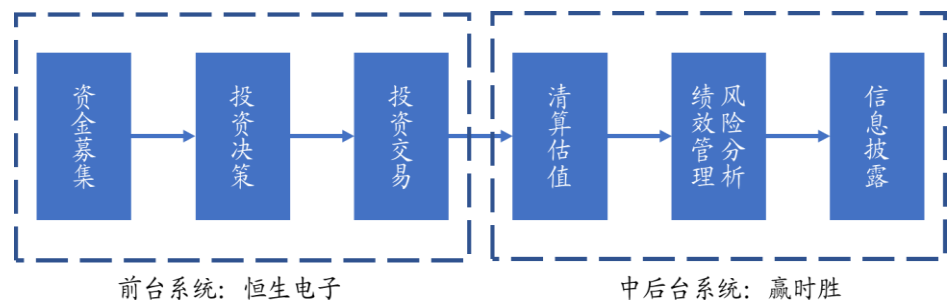
图表 42: 2003-2017年恒生电子收入及增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

行业头部效应明显，云计算深化驱动壁垒提升。1) 金融IT细分领军厂商具备领先的技术和品牌优势。从资管IT系统业务流程角度，恒生电子优势在于投资交易系统，而赢时胜优势在于后台估值系统和托管系统。细分领域的头部厂商的先发优势明显，多年成功的案例和实施经验为其构筑了坚实的品牌壁垒，从而为金融机构采购部门形成品牌背书。虽然大型金融机构也有成规模的IT团队，但核心业务模块仍需要与具体领域优势厂商合作。另外，海外IT厂商存在明显的水土不服。2) 云计算与产业IT深化驱动壁垒提升。SaaS系统应用可有效减少客户企业的运行成本、降低了实施风险、降低企业的维护成本，尤其在中小型客户群体的产品渗透率提升；并且，微服务形态的云技术可大幅降低二次开发成本，新版本产品对原有大客户的粘性也将增强。因此，云计算将进一步提升领军公司的市场份额以及技术壁垒。3) 随着监管新政逐步落地，或市场回暖，有望优先受益于下游客户金融IT需求的增长。**金融IT细分领军投资主线：恒生电子、赢时胜、顶点软件、金证股份。**

图表 43: 资管IT系统领军厂商竞争格局



资料来源：相关公司官网，国盛证券研究所

5、自主可控与信息安全：自主可控进程加速，等保 2.0 促网络安全迎来布局良机
贸易战背景下，国产化进程加速。在传统 IT 架构领域，国内厂商的竞争能力较弱，Oracle、IBM 和微软等国外厂商占据优势，数据库、中间件等关键环节，国产化率均不足一半。服务器生产领域国产化率相对较高，但芯片及系统软件领域，研发难度高、研究周期长，国内厂商需要投入大量的时间和精力才能与国际一流厂商进行竞争，关键领域国产化率不足。

图表 44：我国计算机领域自主可控品牌/厂商梳理

领域	硬件类型	品牌/厂商
高端硬件领域	处理器芯片	龙芯、飞腾、申威、兆芯、中晟宏芯等
	存储器	华为、海康威视、浪潮信息、中科曙光、同有科技、大华股份等
	服务器	浪潮信息、中科曙光、联想、华为、中国长城等
	整机	联想、紫光、中国长城等
基础软件领域	操作系统	中标麒麟、中科方德、深度等
	中间件	东方通、金蝶软件、汇金科技、中创软件等
	数据库	南大通用、武汉达梦、神州通用、人大金仓等
应用软件领域	办公软件	金山 WPS、中标普华、永中 Office 等
	管理软件	用友软件、金蝶软件、浪潮 GS、鼎捷软件等
	安全防护软件	启明星辰、北信源、绿盟科技、卫士通、深信服、美亚柏科等

资料来源：相关公司官网，国盛证券研究所

国产芯片有望依托国产服务器大放异彩。在各类 IT 基础设施中，芯片和操作系统是我国国产化程度较低的两个领域，国产芯片搭载国产操作系统的 PC 和服务器基本限于军队军工领域和少数政府办公部门。以海光、龙芯为代表的国产芯片性能等方面表现优秀，国产渗透率有望逐步提高。服务器、PC 和网络安全的国产化率能力较高，如服务器领域依靠华为、曙光、浪潮、中兴等已经基本实现了党政军领域的全国产化。中央国家机关信息类产品采购名录可以看出，搭载国产芯片的服务器将大放异彩。

图表 45: 国产芯片研发情况梳理

	海光	海思	龙芯	申威	兆芯	飞腾	华芯通
研发单位	天津海光	华为	中科院计算机所	江南计算机所	上海兆芯	天津飞腾	华信半导体
指令集体系	X86	ARM	MIPS	Alpha	X86/ARM	SPARC/ARM	ARM
架构来源	授权+自研	授权	授权+自研	授权+自研	授权	授权	授权
代表产品	Dhyana (测试名)	麒麟 970	龙芯 3B/1500	神威 SW1621	ZXC PC-1000/1001	FT1500A	晟龙
实际应用	商用服务器市场	华为手机	灵珑/福珑/逸珑	神威蓝光/太湖之光	仪电 mini PC、联系服务器	天河 1/2	RedPower 服务器
优势	授权取得 Zen 结构和代码, 性能强	自产自销, 国产移动终端芯片最强	纯自主路线, 构建技术体系	比较成功, 服务器芯片在政务、金融广泛应用	中外厂商合作, 背景雄厚	比较成功, 服务器芯片在政务、金融广泛应用	依托高通的 ARM 服务器经验与生态
劣势	安全性存在瑕疵	次于高通、苹果、三星的芯片, 对外销售难	与主流有差距, 商业化难	PC 芯片存在瓶颈	未来存在专利技术风险	整机芯片存在瓶颈	高通在服务器领域态度不明朗

资料来源: 相关公司官网, 国盛证券研究所

等保 2.0 成信息安全投资主线: 2018 年上半年公安部发布《网络安全等级保护条例(征求意见稿)》, 相对于 1.0, 等保 2.0 的差别表现在内涵、结构以及技术三大方面。从应对思路来看, 安全感知态势平台成为建设重点, 龙头公司有望受益。**投资主线: 中科曙光、启明星辰、深信服、中新赛克、恒为科技。**

图表 46: 等保三级要求及应对思路

分类	安全控制点	等保三级要求内容	应对思路
网络和通信安全	入侵防范	应采取技术措施对网络行为进行分析, 实现对网络攻击特别是未知的新型网络攻击的检测和分析	部署安全防护设备能够对新型网络攻击进行检测和分析, 对未知威胁检测需具备云端未知威胁分析引擎, 并实现本地防护设备能与云引擎进行联动的功能, 具备与云引擎联动分析的下一代防火墙或安全感知平台可满足此要求
	集中管控	应能对网络中发生的各类安全事件进行识别、报警和分析	部署能够对网络中发生的各类安全事件进行识别、报警和分析的安全防护设备可以满足此要求, 如安全感知平台
	边界防护	应能够对内部用户非授权联到外部网络的行为进行限制或检查	对从内到外网络的行为进行限制或检查, 传统防火墙无法满足此类要求, 必须采用具有双向检查能力的新一代防火墙或上网行为管理检测非法无线共享满足
		应限制无线网络的使用, 确保无线网络通过受控的边界防护设备接入内部网络	必须在无线网络边界增加安全防护设施
设备和计算安全	安全审计	应能对远程访问的用户行为, 访问互联网的用户行为等单独进行行为审计和数据分析	新增对远程访问用户及互联网访问用户行为单独进行审计分析, 数据中心的服务器如果可以访问互联网或需要进行远程管理或访问, 需要在互联网出口单独部署上网行为管理或 VPN
	入侵防范	应能够检测到对重要节点进行入侵的行为, 并在发生严重入侵事件时提供报警	应在重要节点部署检测探针, 能够检测到入侵行为, 将日志汇总到安全感知平台进行分析, 并在发生严重入侵事件时提供报警

资料来源: 《网络安全等级保护条例(征求意见稿)》, 国盛证券研究所

四、重点公司梳理

产业 IT 平台化公司：上海钢联、用友网络、广联达、航天信息、金蝶国际。

新零售：新北洋、汇纳科技、金固股份、石基信息、新大陆、新国都。

金融 IT：恒生电子、赢时胜、东方财富、同花顺、长亮科技、顶点软件。

医疗 IT：卫宁健康、思创医惠、东华软件、创业软件、万达信息、久远银海。

自主可控与信息安全：中科曙光、启明星辰、深信服、北信源、恒为科技、苏州科达、海康威视、南洋股份、中新赛克。

其他优质行业领军：华宇软件、科大讯飞、德赛西威、四维图新、依米康、佳发教育等。

五、风险提示

财政支出不及预期：近年政府财政趋紧，可能影响 IT 支出。

经济下行超预期：经济超预期下行可能影响企业投资。

贸易摩擦加剧：贸易摩擦特别是科技制裁影响相关行业发展。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com