

研究所

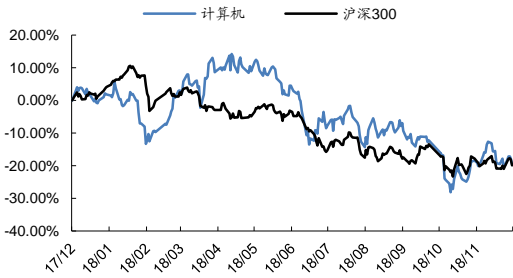
证券分析师:

宝幼琛 S0350517010002  
baoyc@ghzq.com

## 从产业互联网到人工智能，B端赋能时代到来

### ——计算机行业 2019 年度策略报告

#### 最近一年行业走势



#### 行业相对表现

表现	1M	3M	12M
计算机	-0.9	-13.6	-20.0
沪深300	-1.9	-2.5	-20.8

#### 相关报告

《计算机行业周报: 把握产业互联网主线》——2018-12-02

《计算机行业周报: 海外调整不改国内计算机产业向上趋势》——2018-11-25

《计算机行业周报: 多重利好刺激板块持续上扬》——2018-11-18

《计算机行业周报: 现金流问题有望改善》——2018-11-11

《计算机行业周报: 三季报延续较快增长态势, AI 上升至国家战略》——2018-11-04

#### 投资要点:

- **全年表现相对较好, 安全边际仍在。**2018年, 受中美贸易摩擦和经济下行预期影响, A股整体表现较差, 计算机板块在2-3月份经历了大幅反弹, 之后又持续走低, 截至12月7日, 计算机板块收益率为-19.20%, 位于所有行业第八名, 同期沪深300收益率为-21.07%, 整体跑赢大盘。估值来看, 截至12月7日, 计算机板块市盈率(TTM)为46, 相对于沪深300的估值溢价率约为4.3倍, 与历史相比, 绝对估值与相对估值均处于较低水平, 我们认为行业估值仍在底部, 而且2018年以来, 计算机板块整体营收与净利润增速提高, 前三季度营收增速25.31%, 净利润增速9.16%, 对比同期A股整体业绩增速放缓, 计算机板块具备明显优势, 行业已经出现投资机会。
- **产业互联网与人工智能为B端赋能。**互联网和人工智能分别通过提高产业链效率和生产效率为B端赋能。传统产业拥有冗杂的产业链, 参与者众多, 存在信息不对称, 产业链效率低下, 产业互联网将B端信息透明共通, 减少中间环节, 并可以通过金融等增值服务进一步提高效率, 从而赋能B端, 大宗电商便是其中典型。人工智能对B端的赋能体现在对生产过程的控制与优化, 通过算法模型提高原材料运用效率, 降低能耗, 提高产量, 目前已有很多企业借助产业互联网平台提高节约成本的例子, 表现了人工智能的赋能优势。
- **2019年B端赋能有望加速, 重点看好金融、医疗等细分领域。**我们重点看好有巨大需求和较强壁垒, 且有增量的垂直领域云应用: 普惠金融、智慧医疗、工业互联网和大宗电商。普惠金融已经上升至国家战略, 政策加持下未来道路进一步清晰, 供应链金融用科技打破实体供应链之间的阻碍, 潜力巨大; 智慧医疗受到政策刺激, 潜藏需求已经得到释放, 市场规模将维持高速增长, 互联网巨头和HIS厂商合作趋势显现; 工业互联网是智能制造的关键, 关乎我国制造业转型升级, 自主可控要求下重要性凸显, 也是互联网产业竞争的下半场; 大宗商品是产业互联网中率先落地的领域, 庞大交易规模下蕴藏着巨大市场空间, 目前行业已经走过整合阶段, 龙头效应显现。
- **展望明年, 在经济整体向下的预期下, 计算机是为数不多预期仍能保持稳定增长的板块, 维持计算机板块“推荐”评级:**建议重点关注以下产业互联网标的: 1) 科技金融: 同花顺、长亮科技、新潮

中宝、恒生电子、金证股份、顶点软件；2) 医疗领域的万达信息、卫宁健康、东华软件；3) 大宗电商：上海钢联、生意宝；4) 企业ERP及财税管理领域的用友网络、航天信息；此外建议关注与产业互联网发展相关的人工智能及信息安全领域；5) 人工智能：中科曙光；6) 国产化及自主可控：启明星辰、绿盟科技、北信源、中孚信息。

- **风险提示：**1) 发生系统性风险，计算机板块整体估值中枢下移；2) 金融、医疗、工业互联网、大宗电商等云应用进展不及预期；3) 相关公司业绩不确定的风险。

### 重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2018-12-07 股价	EPS			PE			投资 评级
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
002065.SZ	东华软件*	7.17	0.21	0.32	0.40	33.87	22.03	17.93	增持
002095.SZ	生意宝	21.98	0.07	0.4	1.38	314.29	55.0	15.94	买入
002439.SZ	启明星辰	21.45	0.5	0.68	0.89	42.9	31.54	24.1	增持
300033.SZ	同花顺	42.2	1.92	2.27	2.81	21.97	18.58	15.01	买入
300168.SZ	万达信息	12.67	0.32	0.31	0.64	39.63	40.9	19.81	买入
300226.SZ	上海钢联	49.91	0.3	0.95	1.86	166.47	52.57	26.85	买入
300253.SZ	卫宁健康*	12.2	0.14	0.2	0.27	85.61	61.61	45.01	增持
300348.SZ	长亮科技*	20.11	0.29	0.41	0.58	68.77	48.82	34.45	买入
300352.SZ	北信源	3.31	0.07	0.1	0.13	47.14	33.0	25.38	买入
300369.SZ	绿盟科技*	9.0	0.19	0.31	0.42	47.6	28.84	21.6	增持
300659.SZ	中孚信息*	22.74	0.59	0.46	0.64	38.7	49.97	35.69	买入
600208.SH	新湖中宝	3.0	0.45	0.71	0.92	6.67	4.23	3.26	买入
600271.SH	航天信息*	23.15	0.84	0.87	1.09	27.7	26.71	21.28	买入
600446.SH	金证股份*	10.26	0.15	0.39	0.56	66.32	26.61	18.35	增持
600570.SH	恒生电子	55.38	0.76	0.98	1.22	72.87	56.51	45.39	买入
600588.SH	用友网络*	23.9	0.27	0.34	0.49	89.95	69.46	49.2	增持
603019.SH	中科曙光*	39.45	0.48	0.72	1.08	82.14	55.06	36.51	增持
603383.SH	顶点软件*	30.1	1.19	0.92	1.05	25.36	32.55	28.69	增持

资料来源：wind，国海证券研究所（注：带\*的公司盈利预测取自万得一致预期）

## 内容目录

1、 估值仍处底部区间，看好金融、医疗等垂直行业.....	6
1.1、 行业全年表现相对较好，估值仍在底部区间.....	6
1.2、 整体业绩增长加速，行业内公司分化加大.....	7
1.3、 金融、医疗等垂直行业 IT 赋能加速.....	8
2、 看好金融、医疗等领域 IT 需求爆发.....	9
2.1、 普惠金融：国家战略，供应链金融打破实体阻碍.....	9
2.2、 智慧医疗：政策明朗，市场空间释放.....	13
2.3、 工业互联网：智能制造的关键，互联网的下半场.....	21
2.4、 大宗电商：交易规模巨大，钢银龙头地位明确.....	24
3、 行业评级与投资策略.....	28
4、 重点推荐个股.....	29
5、 风险提示.....	32

## 图表目录

图 1: 2018 年初至今略跑赢市场 .....	6
图 2: 2018 年初至今各行业收益率比较 .....	6
图 3: 计算机板块绝对估值 .....	7
图 4: 计算机板块相对估值 .....	7
图 5: 计算机板块营收增速 .....	7
图 6: 计算机板块净利润增速 .....	7
图 7: 计算机公司营收增速分布 .....	8
图 8: 计算机公司净利润增速分布 .....	8
图 9: 金融、医疗、工业、大宗商品交易等领域重点看好 .....	8
图 10: 传统金融模式 .....	11
图 11: 供应链金融模式 .....	11
图 12: 诺诺金服商业模式 .....	12
图 13: 医疗就诊流程中涉及多个关联方 .....	13
图 14: 我国三级医院承担沉重诊疗服务 .....	14
图 15: 平安好医生 APP “去医疗”界面 .....	15
图 16: 平安好医生 APP “去健康”界面 .....	15
图 17: 中国智慧医疗市场规模情况 .....	16
图 18: 中国在线咨询数量及渗透率 .....	16
图 19: 中国在线医疗健康广告市场规模情况 .....	17
图 20: 中国药品 B2C 交易总额及渗透率 .....	17
图 21: 智慧医疗实现的两种技术路径 .....	17
图 22: 阿里智慧医疗布局 .....	18
图 23: 腾讯智慧医疗布局 .....	18
图 24: 平安好医生生态布局 .....	18
图 25: 平安好医生用户数据 .....	18
图 26: 万达信息医疗云服务 .....	19
图 27: 卫宁健康 “4+1” 战略 .....	20
图 28: 我国就业人口增长率 .....	21
图 29: 我国制造业工资指数与美国对比 (2007 年=100) .....	21
图 30: 工业互联网业务视图 .....	22
图 31: BAT 占据 C 端各个高频应用场景 .....	23
图 32: 腾讯木星云技术架构 .....	23
图 33: 富士康 BEACON 平台总体架构 .....	23
图 34: 重点生产资料流通企业累计销售额 (亿元) .....	24
图 35: 各领域的电商渗透率 .....	24
图 36: 2016 年各大钢铁电商营业收入 (亿元) .....	25
图 37: 上海钢联钢交易服务占比进一步提升 (亿元) .....	25
表 1: 小微企业在国民经济中的占比 .....	9
表 2: 普惠金融相关政策 .....	9
表 3: 供应链金融参与参与主体以及相关功能 .....	11
表 4: 诺诺金服主要信用贷产品 .....	12
表 5: 智慧医疗 APP 汇总 .....	14
表 6: 2018 年 “互联网+医疗” 国家级相关政策和 管理细则汇总 .....	15

表 7: 智慧医疗相关公司对比.....	20
表 8: 主要大宗电商平台对比.....	26
表 9: 钢银电商供应链服务各业务模式.....	26

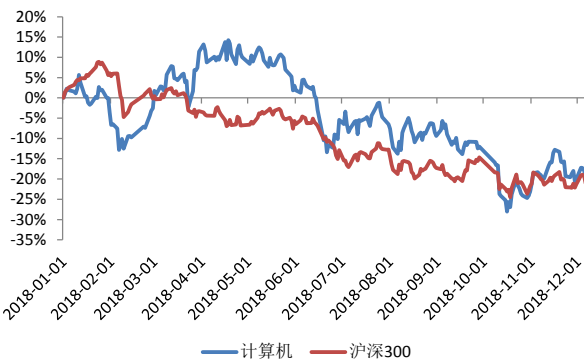
# 1、估值仍处底部区间，看好金融、医疗等垂直行业

## 1.1、行业全年表现相对较好，估值仍在底部区间

2018年，受中美贸易战和经济下行预期影响，A股整体表现较差。2015年下半年之后，市场资金对于计算机板块的风险偏好大幅下降，计算机板块在过去近三年大幅跑输大盘，估值下挫到较低水平，虽然今年2-3月份计算机板块经历了大幅反弹，但未能持续，并随着中美贸易摩擦不断升级持续走低，截至12月7日，今年计算机行业收益率为-19.20%，沪深300收益率为-21.07%，计算机板块略微跑赢大盘，涨跌幅位于所有行业第七名，全年表现相对较好。

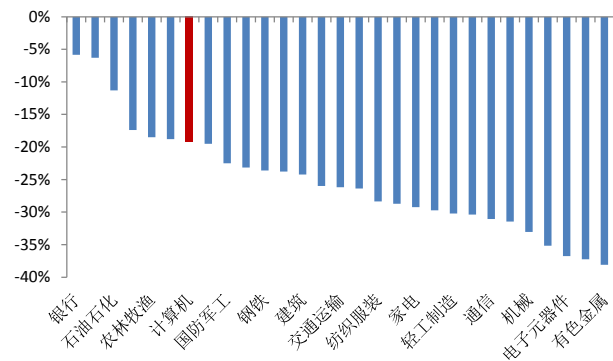
我们认为，今年计算机板块表现较好的原因是：（1）经历近三年的熊市后，行业估值已经处于较低水平；（2）板块基本面向好，业绩增速出现拐点。

图 1：2018 年初至今略跑赢市场



资料来源：wind、国海证券研究所

图 2：2018 年初至今各行业收益率比较



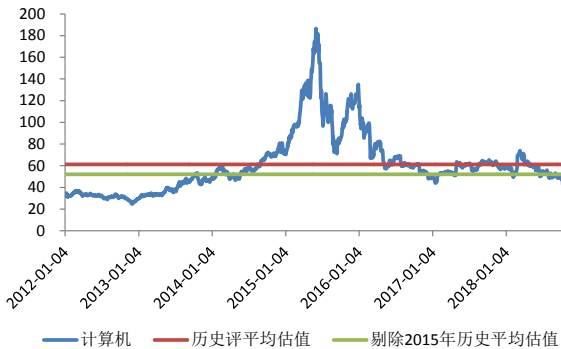
资料来源：wind、国海证券研究所

计算机板块估值仍在底部区间，板块泡沫已充分消化。截至2018年12月7日，计算机板块市盈率（TTM）已经下降到46倍，2012年至今的历史均值约为61倍，剔除2015年历史均值也有52倍，大部分情况下整体估值水平在40倍以上，只有较为极端的2012年底，估值水平下降到30倍。根据万得一致性预测，明年计算机板块的市盈率将下降到约40倍，接近历史底部水平。

从相对估值看，目前计算机板块相对于沪深300的估值溢价率约为4.3倍，2012年至今的平均水平在5.2倍，2012年底极端情况在2.5倍，2013年之后很少降低到4以下，目前计算机板块的相对估值也处于较低位置。

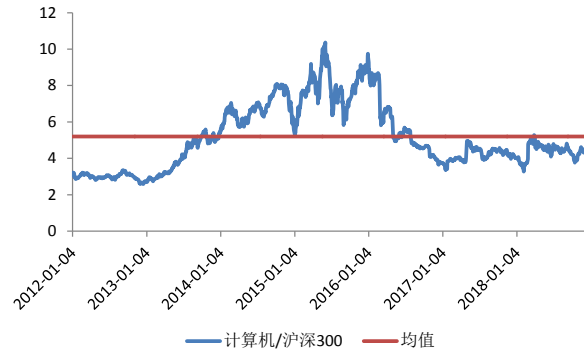
我们认为，虽然2018年计算机板块表现相对较好，但对比历史，估值仍处于底部区间，大批企业仍具备足够的安全边际，且有较大向上空间。根据我们统计，截至2018年12月7日，计算机板块中市盈率（TTM）低于40的公司78家，低于30的公司46家。

图 3: 计算机板块绝对估值



资料来源: wind、国海证券研究所

图 4: 计算机板块相对估值

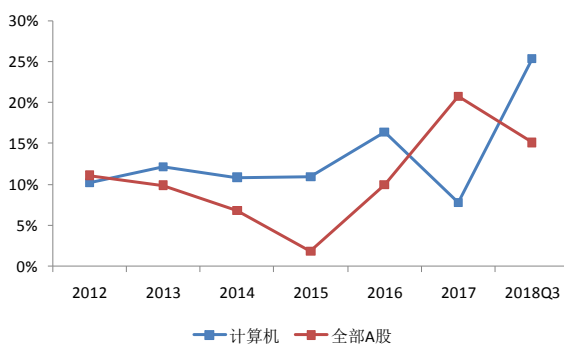


资料来源: wind、国海证券研究所

## 1.2、整体业绩增长加速，行业内公司分化加大

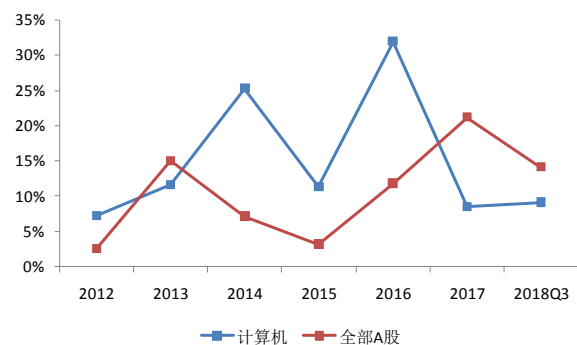
2017 年计算机板块营业收入和净利润增速均有较大幅度的下降，分别为 7.76% 和 8.50%，均低于 A 股整体水平。进入 2018 年，计算机板块业绩明显好转，区别于全部 A 股业绩增速下降，计算机板块整体业绩增长加速，前三季度营收增速 25.31%，净利润增速 9.16%。我们认为，2018 年计算机板块业绩增长加快的原因为：（1）2013-2015 年部分故事逐步落地兑现，包括云计算、智慧城市、国产化、产业互联网等；（2）自主可控要求下，企业及政府的 IT 需求进一步增加。

图 5: 计算机板块营收增速



资料来源: wind、国海证券研究所

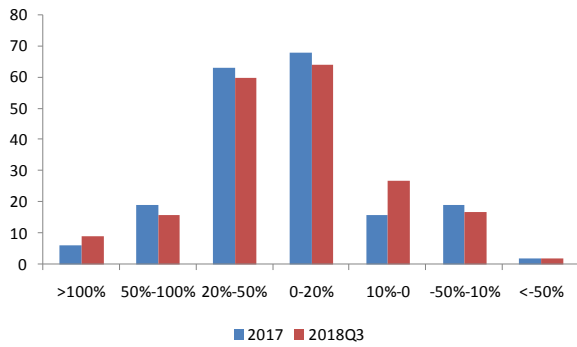
图 6: 计算机板块净利润增速



资料来源: wind、国海证券研究所

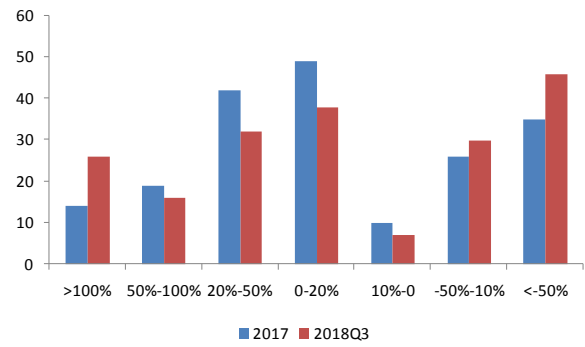
2018 年计算机公司业绩分化情况进一步加大，优质公司竞争优势进一步凸显，在股价上也有较好表现。根据我们统计，2018Q3 营收增速大于 100% 的公司有 9 家，较 2017 年增加 2 家，净利润增速大于 100% 的公司有 26 家，较 2017 年增加 12 家。分行业来看，2018 年云计算、AI、政府 IT 景气度较高，行业增速较快。我们认为，2019 年云计算的高景气度将持续，重点看好医疗、金融等垂直领域的云计算应用。

图 7：计算机公司营收增速分布



资料来源：wind、国海证券研究所

图 8：计算机公司净利润增速分布



资料来源：wind、国海证券研究所

### 1.3、金融、医疗等垂直行业 IT 赋能加速

我们重点看好有巨大需求和较强壁垒，且有增量垂直领域的产业赋能，重点看好以下几个领域：**1) 普惠金融**，普惠金融已经上升至国家战略，政策加持下未来道路进一步清晰，供应链金融用科技打破实体供应链之间的阻碍；**2) 智慧医疗**，智慧医疗受到政策刺激，潜藏需求已经得到释放，市场规模将维持高速增长，互联网巨头和 HIS 厂商合作趋势显现；**3) 工业互联网**，工业互联网是智能制造的关键，关乎我国制造业转型升级，也是互联网产业竞争的下半场；**4) 大宗电商**，大宗商品是产业互联网中率先落地的领域，庞大交易规模下蕴藏着巨大市场空间，目前行业已经走过整合阶段，龙头效应显现。

图 9：金融、医疗、工业、大宗商品交易等领域重点看好



资料来源：国海证券研究所



## 2、看好金融、医疗等领域 IT 需求爆发

### 2.1、普惠金融：国家战略，供应链金融打破实体阻碍

#### 2.1.1、普惠金融已上升至国家战略，未来方向逐步明确

在国民经济不断发展之下，小微企业所贡献的经济体量日益增加，已经成为了国民经济不可或缺的重要组成部分。小微企业为社会贡献约 80%的就业岗位，提供了约 50%的税收以及 60%的 GDP 增长。据中小企业协会数据显示，截止至 2017 年 8 月，我国中小企业约 2400 万户，但仅有不到 700 万户在银行里存在贷款余额，约 1700 万户小微企业由于没有不动产能做抵押，难以申请到足够的贷款。况且小微企业在国民经济中属于弱者，在经济环境不佳的情况下，风控能力差，如果没有足够的资金支持，企业的经营环境可能急速恶化。因此，普惠金融对于我国小微企业的生存起到了至关重要的作用。

表 1：小微企业在国民经济中的占比

GDP 比重	60%
法人企业人员比重	40%
国家税收比重	50%
完成的专利占比	65%
农民工就业人口占比	80%
城镇居民就业占比	70%
新增就业岗位占比	70%

资料来源：中国工商总局，国海证券研究所

但是小微企业长期存在融资困难的情况，为解决中小企业融资困难问题，国家大力提倡普惠金融的实施。在市场处于整体低迷的情况下，普惠金融对解决中小企业生存问题起到关键作用。因此，普惠金融在我国具有国家战略地位，在当下经济环境下以及未来中长期来看，均有十分重要的社会价值。

表 2：普惠金融相关政策

报告名称	发布时间	发布机构	政策内容
《政府工作报告》	2017 年 3 月	国务院	鼓励大中型商业银行设立普惠金融事业部，国有大型银行要率先做到，实行差别化考核评价办法和支持政策，有效缓解中小微企业融资难、融资贵问题
《大中型商业银行设立普惠金融事业部实施方案》	2017 年 5 月	中国银行业监督管理委员会	明确了大中型商业银行设立普惠金融事业部的总体目标，通过建立适应普惠金融服务需要的事业部管理体制，构建科学的治理机制和组织架构，健全专业化服务体系，提高普惠金融服务能力，缓解小微企业、“三农”、创业创新、脱贫攻坚等领域的融资难、融资贵问题，体现普惠金融服务的普及性、便利性和优惠性，提高金融服务覆盖率和可得性，为实体经济提供有效支持，防止脱实向虚。
《融资担保公司监督管理条例》	2017 年 8 月	国务院	明确国家推动建立政府性融资担保体系。设立国家融资担保基金，建立全国、省级和市（县）三级农业信贷担保体系。发挥保险增信

			作用，探索形成“政府+银行+保险”小额信贷风险共担模式。
《中国人民银行关于对普惠金融实施定向降准的通知》	2017年9月	中国人民银行	为支持金融机构发展普惠金融业务，聚焦单户授信500万元以下的小微企业贷款、个体工商户和小微企业主经营性贷款，以及农户生产经营、创业担保、建档立卡贫困人口、助学等贷款，人民银行决定统一对上述贷款增量或余额占全部贷款增量或余额达到一定比例的商业银行实施定向降准政策。凡前一年上述贷款余额或增量占比达到1.5%的商业银行，存款准备金率可在人民银行公布的基准档基础上下调0.5个百分点；前一年上述贷款余额或增量占比达到10%的商业银行，存款准备金率可按累进原则在第一档基础上再下调1个百分点。
《关于进一步深化小微企业金融服务的意见》	2018年6月	中国人民银行、银保监会等五部门	《意见》从货币政策、监管考核、财税激励、优化环境等方面提出23条短期精准发力、长期标本兼治的具体措施，督促和引导金融机构加大对小微企业的金融支持力度，缓解小微企业融资难融资贵，切实降低企业成本，促进经济转型升级和新旧动能转换。
《关于进一步做好信贷工作提升服务实体经济质效的通知》	2018年8月	中国银行保险监督管理委员会	大力发展普惠金融，强化小微企业、“三农”、民营企业等领域金融服务。充分利用当前市场流动性宽裕、银行业和保险业盈利稳定等有利条件，坚持“保本微利”原则，加大对小微企业、“三农”、扶贫和民营企业等领域的资金支持，降低融资成本。
《关于金融机构小微企业贷款利息收入免征增值税政策的通知》	2018年9月	财政部、税务总局	通知称，自2018年9月1日至2020年12月31日，对金融机构向小微企业、微型企业和个体工商户发放小额贷款取得的利息收入，免征增值税。
《中国普惠金融发展情况报告》	2018年10月	中国银行保险监督管理委员会	指出应对现存问题与挑战，要突出抓好普惠金融供给体系、产品服务体系、政策环境支撑体系、风险防范和监管体系、消费者教育保护体系等五大体系建设。
《2018年第三季度中国货币政策执行报告》	2018年11月	中国人民银行	宏观审慎评估中增加了对小微企业融资的评估标准

资料来源：各政府机构官网，国海证券研究所

自2013年中国共产党第十八届中央委员会第三次全体会议颁布《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》正式提出“发展普惠金融。鼓励金融创新，丰富金融市场层次和产品”以来，有关普惠金融相关政策不断推出。但考虑到银行与企业之间的信息不对称问题，为了保障银行减少坏账的出现以及对风控的把握，供应链的打通就变得至关重要。

此次央行颁布的《2018年第三季度中国货币政策执行报告》中首次将小微企业融资纳入MPA考核。普惠金融开始由政策支持全面升级为对贷款机构的硬性考核指标。

2018年7月26日，国家融资担保基金正式成立，注册资本达661亿元。国家融资担保基金主要以缓解小微企业、“三农”和创业型创新企业融资难，融资贵为目标。目标未来实现每年支持15万家小微企业和新增1400亿元贷款的政策目标，实现三年基金累计可支持相关贷款额达5000亿元，保证全国融资担保业务四分之一。预计未来3年后，普惠金融所带来的贷款额度预计将实现2万亿规模。

### 2.1.2、供应链金融用科技打破实体供应链之间的阻碍

供应链金融和传统金融的区别主要体现在对风险的控制、授信的灵活度等方面，具体情况如下面两个图表所示。

1、传统金融--孤立的关注企业和业务本身，贷款主要以抵押贷款为主。

2、供应链金融：商业银行根据产业特点，围绕供应链上核心企业，基于交易过程向核心企业和其上下游相关企业提供的综合金融服务。以核心企业为基准创建"1 + N"或"M + 1 + N"的金融服务模式；关注交易过程，整合物流、信息流和资金流；根据产业特点，跨行业的提供金融服务。

图 10: 传统金融模式

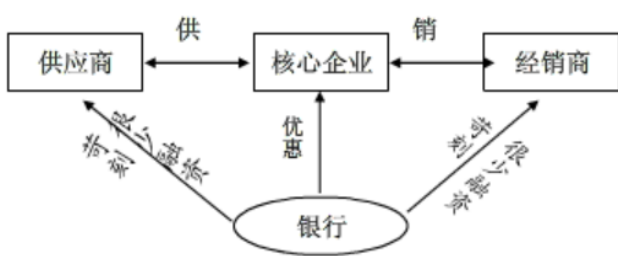
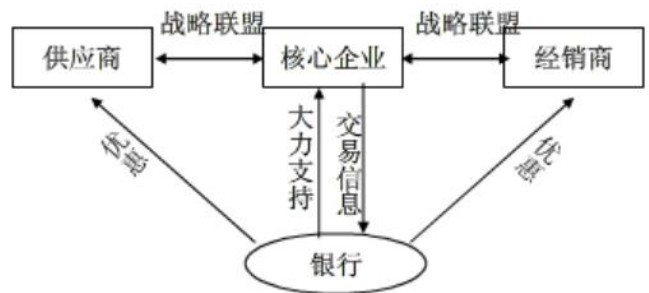


图 11: 供应链金融模式



资料来源：MBA 智库，国海证券研究所

资料来源：MBA 智库，国海证券研究所

供应链金融各主体之间分工明确，为保障供应链的有效进行，各主体之间必须相互协调有序。

表 3: 供应链金融参与参与主体以及相关功能

参与主体	金融机构	中小企业	支持性企业	核心企业
功能	<p>1、在供应链金融中为中小企业提供融资支持，通过与支持型企业、核心企业合作，在供应链的各个环节，根据预付账款、存货、应收账款等动产进行“量体裁衣”，设计相应的供应链金融模式。</p> <p>2、金融机构提供供应链金融服务的模式，决定了供应链金融业务的融资成本和融资期限。</p>	<p>在生产经营中，受经营周期的影响，预付账款、存货、应收账款等流动资产占用大量的资金。而在供应链金融模式中，可以通过货权质押、应收账款转让等方式从银行取得融资，把企业资产盘活，将有限的资金用于业务扩张，从而减少资金占用，提高了资金利用效率。</p>	<p>供应链金融的主要协调者，一方面为中小企业提供物流、仓储服务，另一方面为银行等金融机构提供货押监管服务，搭建银企间合作的桥梁。对于参与供应链金融的物流企业而言，供应链金融为其开辟了新的增值业务，带来新的利润增长点，为物流企业业务的规范与扩大带来更多的机遇。</p>	<p>1、在供应链中规模较大、实力较强，能够对整个供应链的物流和资金流产生较大影响的企业。供应链作为一个有机整体，中小企业的融资瓶颈会给核心企业造成供应或经销渠道的不稳定。</p> <p>2、核心企业依靠自身优势地位和良好信用，通过担保、回购和承诺等方式帮助下游中小企业进行融资，维持供应链稳定性，有利于自身发展壮大。</p>

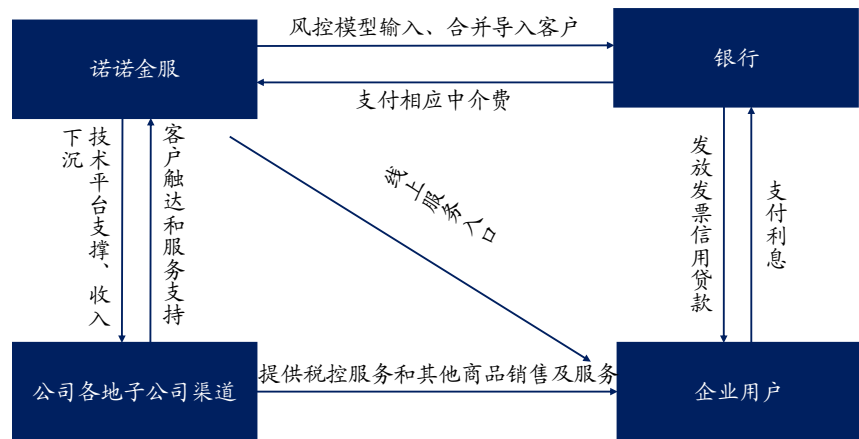
资料来源：国海证券研究所整理

### 2.1.3、以航天信息诺诺金服为例看大数据在金融领域落地

航天信息自 2015 年创新性建立中小微企业金融服务平台，即诺诺金服。诺诺金服借助于航天信息成熟的税控系统与市场影响力，通过与银行等金融机构的紧密合作，向中小微企业提供融资理财服务。2017 年 12 月公司子公司诺诺网络正式成立，为搭建企业云平台，实现企业的采购、生产、销售、上税、运维的全周期云服务支持。诺诺金服利用航信优质的票务大数据以及极高的市场占有率，以财税为入口，可以充分了解企业经营情况，为贷款机构提供数据支持。

在供应链金融中，诺诺金服供应链金融中扮演中间平台角色，接入多个资金方，扩张限制小，最大程度规避风险。诺诺金服在放贷过程中不涉及自有资金放贷，担任中间商和征信服务平台的角色，通过征信后台和银行系统对接，帮助银行、金控等放贷方基于企业法人的税务信息、持续性开票行为等多维数据，利用航天信息的大数据分析技术来生成放贷额度和利率水平等结果。目前，公司拥有超过 1300 万企业的发票数据，利用大数据分析企业经营情况，即时排查企业风险。

图 12: 诺诺金服商业模式



资料来源：诺诺官网，国海证券研究所

在目前金融加速去杠杆和严监管的背景下，利用自有资金放贷的机构在放贷规模受到较大限制，同时面临融资成本上升问题。服务于中小企业的融资渠道（主要是小额贷款公司、网贷平台、保理业务）出现萎缩。但由于诺诺金服属于中间平台，所以在这方面受限较小，业务得以继续拓展。

根据企业征信程度的不同，诺诺金服搭建了各银行的助贷体系，将企业的资金需求与银行的风控系统相结合，尽可能降低企业融资的利率，为中小微企业融资提供助力。

表 4: 诺诺金服主要信用贷产品

产品名称	银行	利率（月化）	最高限额	还款期限
银票通	平安银行	0.30%起	10000 万	6 个月
经营快贷	工商银行	0.36%起	100 万	6 个月
广发贷	广发银行	0.70%起	100 万	6 个月

兴时贷	兴业银行	0.88%起	50 万	6 个月
企商贷	海宁农商银行	0.90%起	100.0 万	12 个月
税贷通	中国邮政储蓄银行	0.90%起	300.0 万	12 个月
金税贷	瀚华金控	0.90%起	1000 万	4-12 个月
银税贷	浦发银行	0.98%起	100 万	12 个月
聚融租	聚信租赁	1.00%起	500 万	36 个月
大数贷	平安银行	1.00%起	300 万	3 个月
好 e 贷(即时贷)	瀚华金控	1.00%起	300.0 万	6 个月
发票贷	平安银行	1.00%起	50 万	36 个月
橙 e 商超医疗贷	平安银行	1.00%起	1000.0 万	12 个月
闪电贷	招商银行	1.20%起	50 万	12 个月
橙 e 贷贷平安卡	平安银行	1.20%起	100.0 万	12 个月
税务贷	宁波银行	1.25%起	30 万	6 个月
金税贷(即时贷)	瀚华金控	1.50%起	100.0 万	3 个月

资料来源：诺诺官网，国海证券研究所

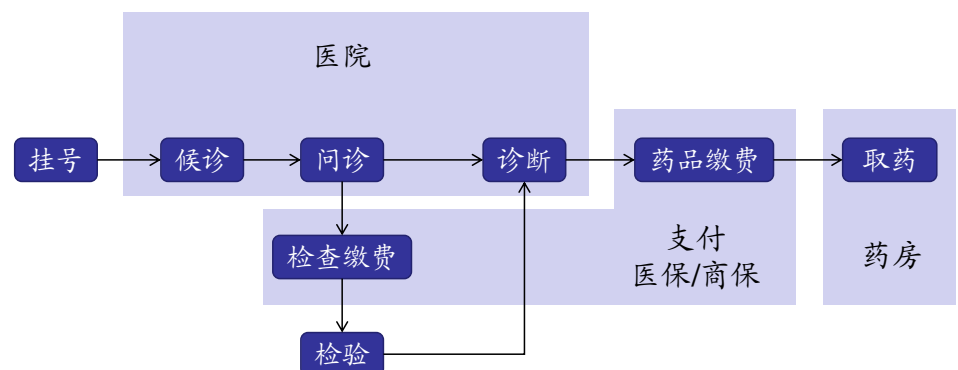
诺诺金服与众多融资机构达成合作，以自身为平台为广大小微企业解决融资难，融资贵的问题。我们可以看到信用贷中有很多产品利息甚至低于银行本身的短期商业贷款，充分体现出普惠金融所需要达到的目标。

## 2.2、智慧医疗：政策明朗，市场空间释放

### 2.2.1、智慧医疗提高就诊效率，优化医疗资源配置

医疗就诊流程一般包括挂号-就诊-缴费-取药等多个环节，复杂程度较高，涉及到医院、支付平台、保险公司、药房等多个关联方，仅医院内部就涉及不同科室和部门的不同人群。

图 13：医疗就诊流程中涉及多个关联方



资料来源：国海证券研究所

就诊效率低下一直是医疗行业痛点，在传统模式下，患者看病要多次往返医院，即使是一次就诊就完成的病人，也往往要准备非常多的时间，就诊效率十分低下。通过互联网的引入，通过多个关联方的资源整合，医疗流程可以分为线上和线下的协作，挂号、候诊、缴费等可以放在线上完成，甚至微小病症的诊断可以放在线上解决，大大提高就诊效率，患者的就医体验可以得到提高。

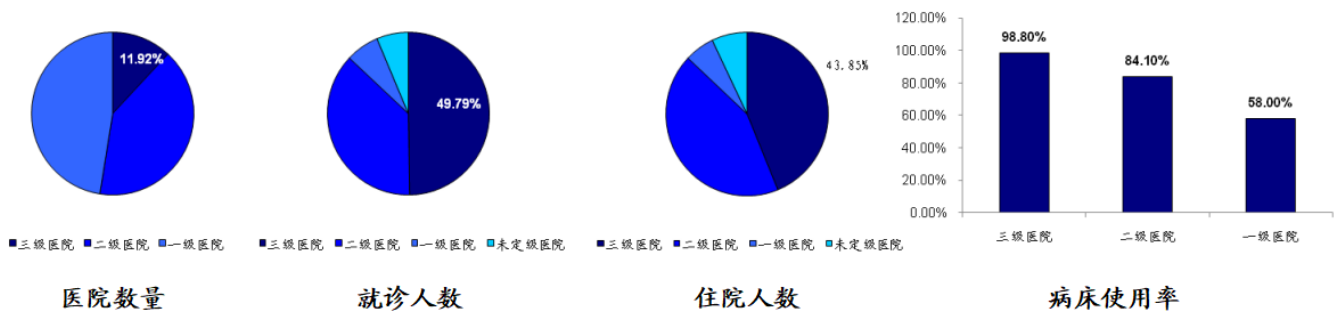
表 5: 智慧医疗 APP 汇总

针对群体	用途分类	APP 名称
医生	医疗咨询	用药参考、临床指南、用药助手、医口袋、医学文献
	医患交流	平安好医生、杏仁医生、好大夫、春雨医生、医客
	医生服务	丁香园、医联、医脉通、医生站、Figure 1
就诊患者	问诊咨询	平安好医生、医生树、春雨医生、好大夫
	预约挂号	微医、就医 160、就医宝、翼健康
慢性病患者	疾病管理	微糖、糖医生、血糖高管、365 血压卫士
购药患者	在线药房	天猫医药馆、京东医药馆、360 好药、八百方

资料来源：国海证券研究所

长期以来，我国三级医院均处于“超负荷运行”状态，人们习惯所有病症均去三级医院治疗，甚至仅仅是配药也要前往三级医药，根据卫计委发布的《中国卫生和计划生育统计年鉴》，2016 年占中国医院总数 11.9%的三甲医院承担了全国 49.8%的医疗咨询量和 43.9%的住院病人，病床使用率达到 98.8%。同时，大部分三级医院均位于北京、上海等一线城市以及山东、江苏及浙江等较富裕及人口密集的东部沿海省份，每省均有超过 100 家三甲医院，医疗资源分布极不均匀。

图 14: 我国三级医院承担沉重诊疗服务



资料来源：卫计委，国海证券研究所

智慧医疗在提高诊疗效率的同时优化医疗资源分配，将原本需要去医院诊治的部分问题放到线上解决，减少医院就诊及药房压力，同时可以引导患者选择最适合的治疗方法和医院，提高医院的专业化程度，使三级医院更多的承担起治疗大病和疑难杂症的任务。以平安好医生为例，平安好医生患者终端内置“医疗”和“健康”两类服务，医疗相关提供挂号、开药门诊、线上就医等服务，健康相关提供快速问诊、健康头疼、健康商城等服务，将线下流量转到线上，提高患者的就医

体验，环节医院服务压力。

图 15: 平安好医生 APP “去医疗”界面



资料来源：平安好医生、国海证券研究所

图 16: 平安好医生 APP “去健康”界面



资料来源：平安好医生、国海证券研究所

### 2.2.2、政策明朗，智慧医疗需求释放

2018年4月12日，李克强总理主持召开国务院常务会议，确定发展“互联网+医疗健康”，缓解看病就医难题，政策迎来转机。4月28日，国务院办公厅印发国家卫健委等部委研究起草的《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》，从顶层承认了互联网医院的合法性，同时支持处方外流。相比于此前《征求意见稿》中对智慧医疗模式严监管和限制，此次政策转向鲜明表达了国家层面对智慧医疗的支持态度。此后，卫计委等多部门出台管理细则，多省市地方性政策也得到落实，智慧医疗在政策层面得到足够重视。

表 6: 2018 年“互联网+医疗”国家级相关政策和实施细则汇总

时间	颁发部门	政策	具体内容
4月12日	国务院常务会议		确定发展“互联网+医疗健康”措施，缓解看病就医难题、提升人民健康水平。
4月28日	国务院办公厅	《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	从健全“互联网+医疗健康”服务体系、完善“互联网+医疗健康”支撑体系和加强行业监管和安全保障三个方面对“互联网+医疗健康”各细分领域以及政策支持细则做了规定。
7月12日	国家卫生健康委员会、国家中医药管理局	《关于深入开展“互联网+医疗健康”便民惠民活动的通知》	从“就医诊疗服务更省心”、“结算支付服务更便利”、“患者用药服务更放心”10大方面提出30条意见，多角度让“互联网+医疗健康”落地实施。
9月14日	国家卫计委	《互联网诊疗管理办法（试行）》	明确互联网诊疗定义：互联网诊疗是指医疗机构利用在本机构注册的医师，通过互联网等信息技术开展部分常见病、慢性病复诊和“互联网+家庭医生签约服务”。
		《诊疗管理办法》	鼓励医联体内利用互联网技术，加快实现医疗资源上下贯通，提高基层医疗服务能力和效率。鼓励三级医院在医联体内通过互联网诊疗信息系统向下转诊患者。

《互联网医院管理办法  
(试行)》

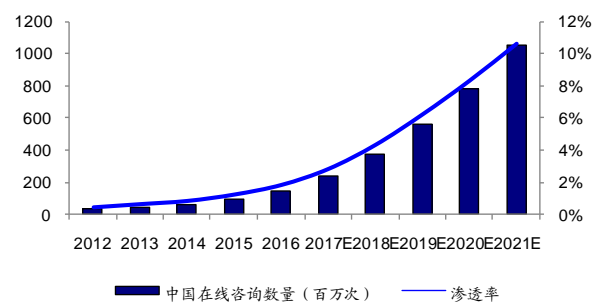
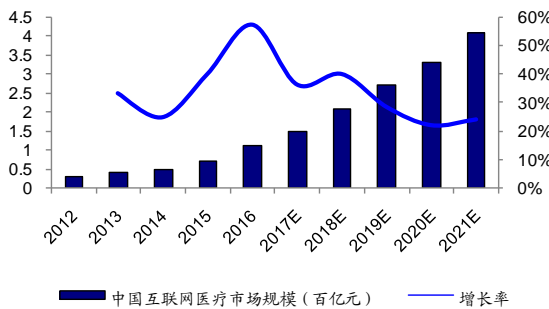
实体医疗机构自行或者与第三方机构合作搭建信息平台，使用在本机构和其他医疗机构注册的医师开展互联网诊疗活动的，应当申请将互联网医院作为第二名称。

资料来源：中国政府网，国海证券研究所

智慧医疗市场空间巨大。根据平安好医生招股书，2016 年我国大健康产业市场规模达到 8.59 万亿元，五年复合增长率 13.2% 预计 2026 年达到 26.8 万亿元。其中，智慧医疗市场规模以远超大健康产业规模速度增长，五年复合增长率 38.7%，2016 年市场规模达到 110 亿元，预计未来十年复合增速达到 33.6%。智慧医疗高速增长的背后是中国互联网持续快速渗透，根据平安好医生招股书，2016 年我国在线咨询数量为 1.48 亿次，渗透率为 1.8%，未来十年复合增长率将达到 39.8%，预计到 2026 年渗透率达到 29.2%，在线咨询的成熟将成为我国智慧医疗发展的基石。

图 17: 中国智慧医疗市场规模情况

图 18: 中国在线咨询数量及渗透率



资料来源：平安好医生招股书，国海证券研究所

资料来源：平安好医生招股书，国海证券研究所

政策明朗下，智慧医疗变现途径扩充。互联网最成熟最容易接受的变现模式是广告，目前的智慧医疗相关公司变现途径也是如此，但政策的放开让我们看到了更多种流量变现的可能。区别于纯正互联网，智慧医疗更是医疗的延伸，互联网工具可以帮助医疗机构降低成本，作为导流平台的智慧医疗公司和 HIS 厂商有从流量中直接分成的可能性。同时，处方外流的情形下，无论是智慧医疗企业通过医药电商方式承接部分处方外流的市场，还是医疗 IT 公司搭建区域第三方处方流转平台按流量或按服务收费，都有望增加智慧医疗新的变现途径。

我国在线医疗健康广告市场和 B2C 药品交易市场庞大，规模和渗透率增长迅速，为相关公司的发展提供了坚实的土壤。根据平安好医生招股书，2016 年我国在线医疗健康广告市场规模为 12.03 亿元，预计未来十年复合增长率为 33%，2026 年达到 41.4 亿元。2016 年我国药品 B2C 交易总额为 200 亿元，渗透率为 0.9%，预计 2026 年交易总额达到 6700 亿元，渗透率达到 9.5%，作为药品销售的平台之一，智慧医疗企业也将充分受益。



图 19: 中国在线医疗健康广告市场规模情况

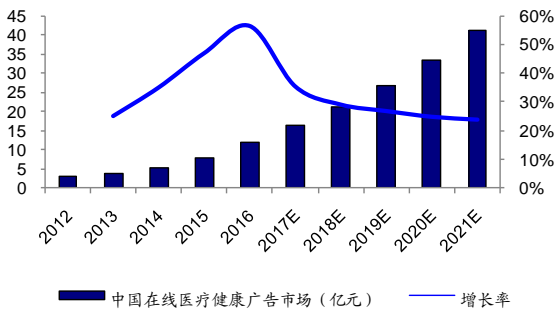
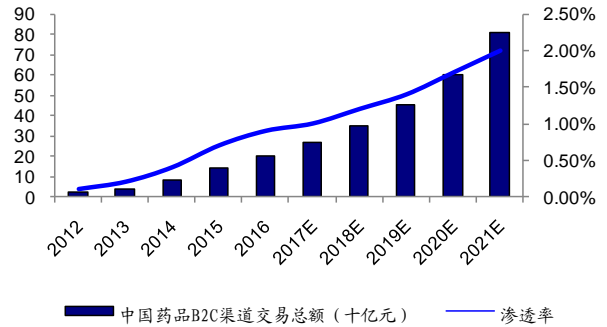


图 20: 中国药品 B2C 交易总额及渗透率



资料来源：平安好医生招股书，国海证券研究所

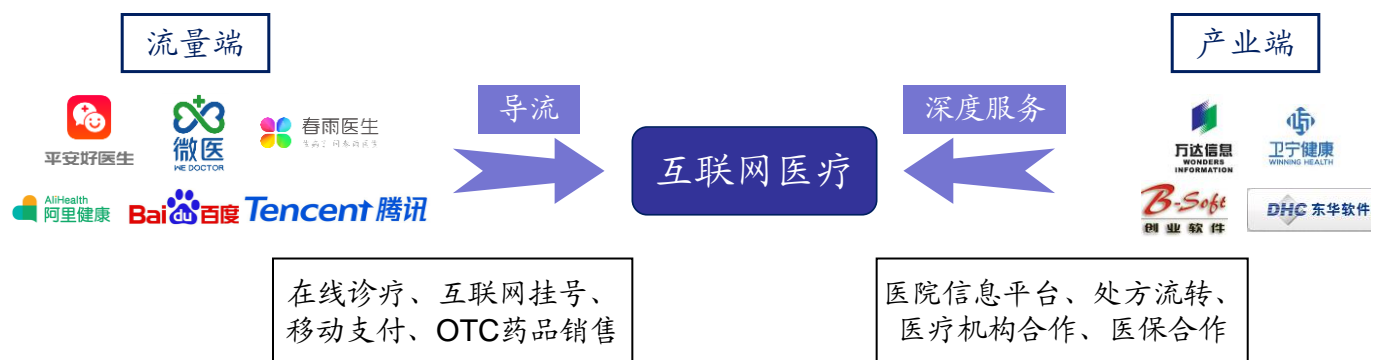
资料来源：平安好医生招股书，国海证券研究所

### 2.2.3、互联网公司提前布局，HIS 厂商云转型

一般来讲，互联网+医疗的技术路径分为两种：（1）互联网巨头为代表的流量端切入；（2）医疗信息化公司为代表的产业端切入。

两种路径各有优势，互联网公司可以将巨大 C 端流量导流到医疗健康领域，提供诸如在线诊疗、互联网挂号、移动支付、OTC 药品销售等服务，这类企业既包括平安好医生、微医、春雨医生这种特定领域的厂商，也包括阿里、百度、腾讯这样的互联网巨头。相比于互联网企业，专注医疗信息化的公司优势在于对医疗 IT 的深入理解以及各医疗机构信息化系统的深层次布局，可以提供譬如医院信息平台接入、处方流转、医疗机构合作等更加深层次的服务，这类公司包括万达信息、卫宁健康、创业软件、东华软件等 HIS 厂商。

图 21: 智慧医疗实现的两种技术路径



资料来源：国海证券研究所

### 互联网巨头提前布局，医疗全生态初步形成

BAT 凭借敏锐的互联网嗅觉，很早便开始对医疗领域进行布局，目前已经形成

医院-健康管理-智能穿戴-医药流通完整生态。百度智慧医疗生态以大数据资源和处理能力为核心，较为重视医生端应用；阿里巴巴的智慧医疗布局以支付宝、天猫为框架，云峰基金为开路先锋，产业内实现协同；腾讯医疗的布局可视为一核（微信）多卫星（春雨医生、丁香园、微医集团等实力干将）体系，将社交流量充分转移到医疗健康领域。

图 22: 阿里智慧医疗布局



资料来源：国海证券研究所

图 23: 腾讯智慧医疗布局



资料来源：国海证券研究所

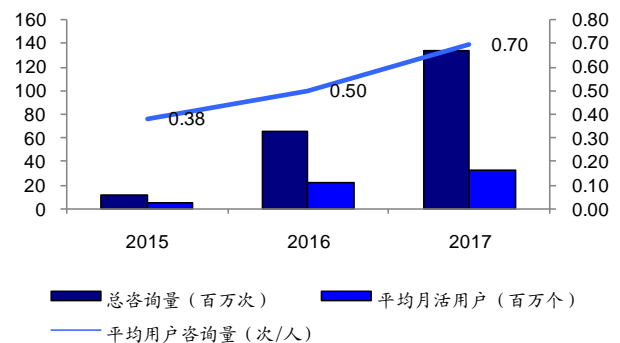
平安好医生成立于 2014 年 12 月，是中国平安全资子公司，2015 年 4 月推出上线互联网健康管理产品“平安好医生”，2018 年 5 月在港交所上市。平安好医生是一家提供综合服务的一站式医疗健康平台，专注于在线家庭医生服务，面向寻求便利和低廉价格的医疗健康方面用户，并通过医疗健康服务提供商网络提供多重线下服务。同时，公司也与保险公司合作，提供保险增值服务，实现保险与医疗的协同。根据平安好医生 IPO 资料，公司覆盖了 3100 家医院、1000 家体检中心、500 家牙科诊所及 7500 家药店，截至 2017 年末，平安好医生拥有 192.8 注册用户，2017 年平均月活用户为 32.9 万名，日均在线咨询量 37 万次，用户粘性不断增加，2017 年公司每用户平均咨询量增长到 0.7。2017 年公司实现收入 2.86 亿元，同比增长 210%，由于巨大的费用支出，目前公司仍处于亏损阶段，2017 年亏损 1.53 亿元，盈利模式还待进一步探索。

图 24: 平安好医生生态布局



资料来源：平安好医生招股书，国海证券研究所

图 25: 平安好医生用户数据



资料来源：平安好医生招股书，国海证券研究所

### HIS 厂商卡位医疗信息化入口，云化转型打通大健康

智慧医疗的多种模式与医院信息化系统联系密切，在处方外流、第三方支付、商保理赔等多个关键性节点需要与 HIS 进行交互联系，同时，各家医院拥有自己的 HIS 系统，标准并不完全统一，即使智慧医疗企业获准接入医院 HIS 系统，仍然需要与原有 HIS 系统提供商合作，进行接口改造。因此，智慧医疗中 HIS 厂商具备明显卡位优势，近年来，HIS 厂商纷纷进行云转型，推出云平台切入智慧医疗，代表公司有万达信息、卫宁健康、创业软件、东华软件等。

万达信息是民生政务信息化建设龙头厂商，依托在民生政务信息化的卡位优势，将各系统平台功能及数据打通，成立市民云、健康云等城市公共平台来连接 C 端居民与公共服务，并最终变现，市民云、健康云已经在上海等发达地区积累了丰富的运营经验和用户。“健康云”以推进“医防融合”新型健康管理系统建设为主旨，目标实现 5 项主要服务：社区医生签约、专科医生了解病情、公卫专业机构监测和周期性筛查、专业管理者获得实时可视化数据、慢病患者在线预约挂号和长处方药品的在线购买。目前“健康云”是上海市实现在线签约家庭医生唯一的市级官方平台，并快速向全国推广。

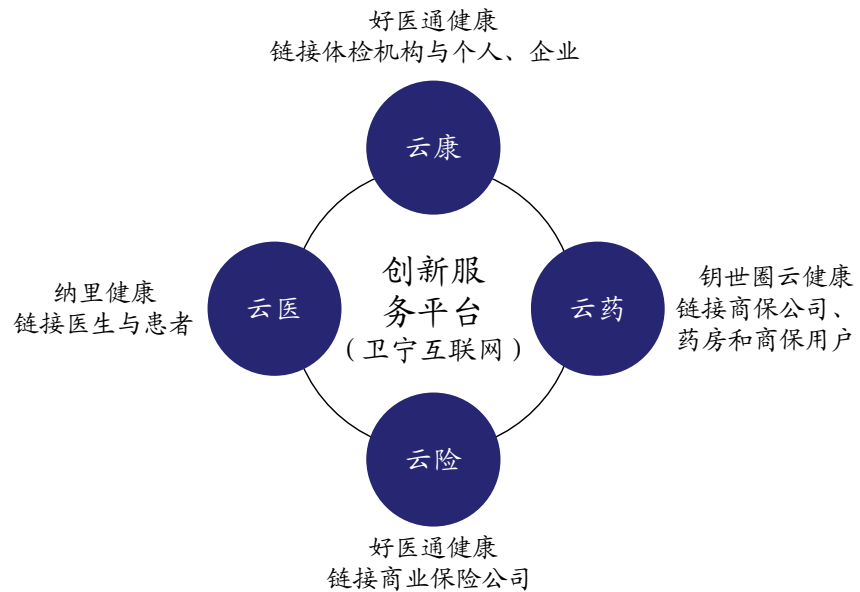
图 26: 万达信息医疗云服务



资料来源：万达信息官网，国海证券研究所

卫宁健康是国内医疗卫生 IT 龙头，2015 年公司启动“双轮驱动”发展战略，在快速发展传统医疗卫生信息化业务的同时，推动互联网+健康服务业务发展，推出“4+1”战略（云医、云药、云康、云险、+创新服务平台）。“云医”主要通过控股子公司纳里健康实施，面向 C 端患者实施分级诊疗、家庭医生签约等新业态；“云药”主要通过“钥匙圈”实施，一方面对接上游的保险机构及其各险种，另一方面对接下游的各连锁药店以及医疗终端；“云险”主要依托子公司卫宁科技，以医疗支付为主线，为客户打造支付+保险服务；“云康”业务已参股方式进行，打造和完善健康服务生态圈，实现线上线下一体化的居民保健+慢病管理+就医导医+体检服务；“创新服务平台”依托卫宁互联网，提供医院 HIS 系统接口服务。目前，公司创新业务收入接近 5000 万元，利润亏损正快速缩小。

图 27: 卫宁健康“4+1”战略



资料来源：卫宁健康公告，国海证券研究所

总的来说，医疗信息化专业性较强，行业壁垒高，同时 HIS 厂商在进行云转型同时并没有放弃传统业务，普遍采用两个业务同时发展的策略，而且创新业务与传统业务有较强的协同性，创新业务属于增量，我们看好未来 HIS 厂商云医疗业务的发展。相关公司对比来看，东华软件营收最高，创业软件、卫宁健康收入体量小，但毛利率水平较高。

表 7: 智慧医疗相关公司对比

公司	营业收入 (2017)	营业收入 (2018H1)	毛利率 (2018H1)	客户及特色产品
万达信息	24.15 亿	10.1 亿	38.12%	客户为医疗卫生机构、社保等，产品特色为市民云、健康元、区域医疗卫生平台等
卫宁健康	12.04 亿	5.47 亿	49.93%	客户为 6000 多家医院及基层医疗机构，产品特色为 HIS 等
创业软件	11.53 亿	5.27 亿	50.55%	客户为医疗卫生机构，为 300 多个区域提供区域医疗平台
东华软件	72.9 亿	31.24 亿	32.17%	客户为 500 多家中大型医疗机构等，产品特色为 HIS 等

资料来源：wind，国海证券研究所

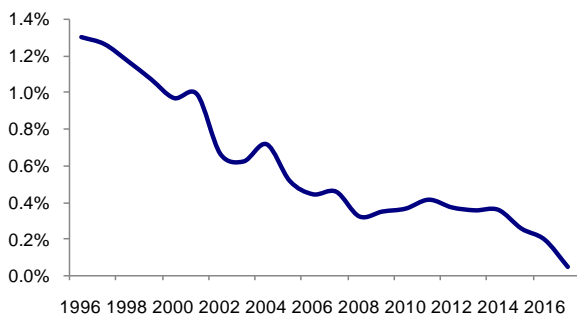
2018 年以来，互联网巨头与传统 HIS 厂商的合作愈发密切，5 月，腾讯宣布对东华软件控股公司东华诚信注资 12.66 亿元，进而持有东华软件 5% 股份，医疗是双方合作的重要领域；6 月，卫宁健康与蚂蚁金服进行了多方位合作，蚂蚁金服子公司上海云鑫入股上市公司，增资上市公司子公司卫宁互联网，同时卫宁健康、蚂蚁金服、上海云鑫共同签订了《合作框架协议》。我们认为，互联网和医疗作为智慧医疗的两端，相互合作、优势互补是行业向深层次发展的必要条件，也是未来发展趋势。

## 2.3、工业互联网：智能制造的关键，互联网的下半场

### 2.3.1、我国制造业比较优势减弱，工业互联网是智能制造的关键

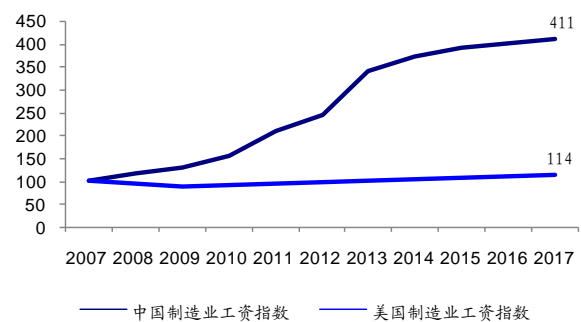
长期以来，充足的劳动力以及低廉的劳动成本是我国制造业的核心竞争优势，在全球分工的情况下，带动了外国企业进入中国投资建厂和本地商品的大额出口，使中国成为全球制造大国，过去制造业拉动 GDP 明显，成功促进了经济的正向发展。然而，近年来我国劳动力比较优势减弱，计划生育人口转化为劳动人口，人口红利出现拐点，2017 年就业人口仅同比增长 0.05%。同时，经济的发展提高了劳动薪酬，2007 年以来我国制造业劳动薪酬相对美国增长了 2.6 倍，印度与东南亚国家的制造优势逐渐显现，将对我国制造业造成不小的冲击。在制造业比较优势减弱的情形下，智能化转型成为我国制造业重要出路。

图 28：我国就业人口增长率



资料来源：wind，国海证券研究所

图 29：我国制造业工资指数与美国对比（2007 年=100）

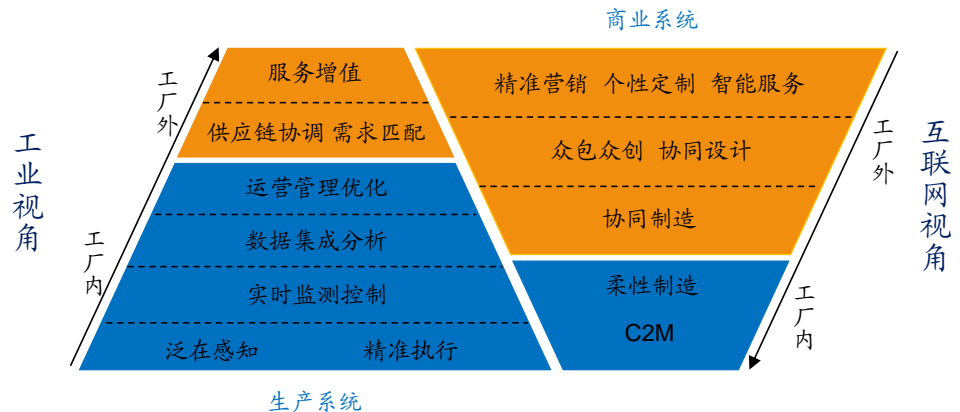


资料来源：wind，国海证券研究所

工业互联网是互联网和新一代信息技术与工业系统全方位深度融合所形成的产业和应用生态，是工业智能化发展的关键综合信息基础设施，通过对工业数据全面深度感知、交换传输、计算与建模，实现智能控制，从而优化企业的运营和生产组织方式。

从工业视角看，工业互联网主要表现为从生产系统到商业系统的智能化，由内及外，生产系统自身通过采集信息通信技术，实现机器之间、机器与系统、企业上下游之间实时连接与智能交互，并带动商业活动优化。从互联网视角看，工业互联网主要表现为商业系统变革牵引生产系统的智能化，由外及内，从营销、服务、设计环节的互联网新模式新业态带动生产组织和制造模式的智能化变革。

图 30: 工业互联网业务视图



资料来源: 工业互联网产业联盟, 国海证券研究所

**工业互联网在智能制造中发挥重要作用。**2015年3月, 李克强总理在《政府工作报告》中首次提出“中国制造2025”计划, 5月国务院正式印发《中国制造2025》, 要求制造业向先进制造转型, 而先进制造的关键是智能与信息化。智能制造的实现主要依托两方面, 一是工业制造技术, 包括先进装备、先进材料和先进工艺等, 是决定制造边界与制造能力的根本; 第二就是工业互联网, 使工业装备、工艺和材料潜能得到充分发挥, 提高生产效率、优化资源配置效率、创造差异化产品。

### 2.3.2、消费互联网高频场景缺乏, 工业互联网大潮将起

我国2C互联网经历20年的发展, “衣食住行高频场景”大都已有巨头存在, 形成了以BAT为首的巨头格局, 新的高频应用场景越发稀缺。百度占领了搜索入口, 阿里占据了购物场景, 腾讯霸占了社交场景, 同时新晋细分垂直巨头饿了么、美团夺取了美食的场景, 滴滴、摩拜夺取了出行的场景。日常生活的各个高频应用场景几乎已被巨头占据, 在可见的C端高频应用场景领域再创造新的巨头的机会越来越小。

图 31: BAT 占据 C 端各个高频应用场景

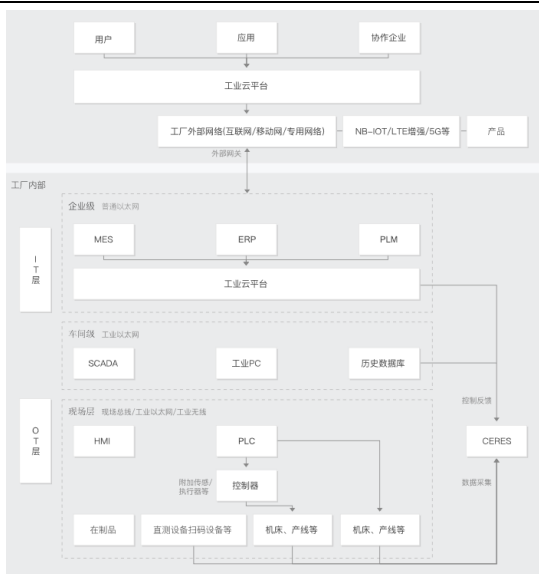


资料来源：腾讯研究院，国海证券研究所

在消费互联网高频场景稀缺的情形下，以腾讯、阿里为代表的国内互联网巨头将目光投向了工业互联网。2018年5月，腾讯云发布了“工业互联网平台-腾讯木星云”，马化腾也在今年腾讯全球合作伙伴大会公开信上，提到腾讯的工作重点将由消费互联网转到工业互联网，并为此整合了两个事业群；2018年11月，阿里云发布 supET 工业互联网平台，基于阿里云公共云计算平台的基础能力，提供工业物联网、APP 运营、工业数据智能服务三个核心工业 PaaS 服务。

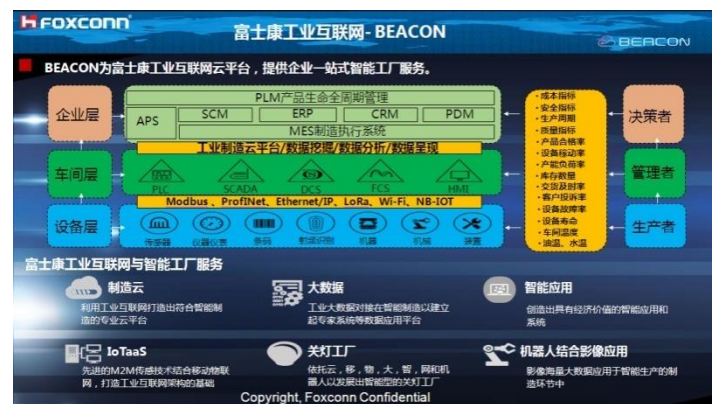
除互联网企业，传统制造企业也推出了工业互联网平台，如海尔 COSMOPlat 平台、华为 OceanConnectIoT 平台、富士康 BEACON 平台等。我们认为，工业互联网与消费互联网不同，需要深入制造企业内部，走到生产车间和工厂，真正了解制造需求，互联网企业在基础设施、数据处理和建模能力上有优势，但制造企业更熟悉制造流程和痛点，互联网的下半场的竞争将更加激烈和精彩。

图 32: 腾讯木星云技术架构



资料来源：腾讯云，国海证券研究所

图 33: 富士康 BEACON 平台总体架构



资料来源：工业互联网产业联盟，国海证券研究所

## 2.4、大宗电商：交易规模巨大，钢银龙头地位明确

### 2.4.1、大宗电商率先落地，交易规模逐步扩大

大宗商品价格波动大、具备风口效应、市场空间大，这三点决定了大宗商品是产业互联网率先落地的领域。

大宗商品最大的特点是价格高度波动：大宗商品价格波动直接决定所有企业贸易商的经营情况。因为大宗商品价格波动高频，决定了从上游商品，到下游客户对资讯的需求都是十分高频的。

大宗商品具有风口效应：1.大宗商品最为过剩，旧的商业模式难以持续，新的电商模式迎来发展良机。2.大宗电商平台解决信息不对称，提高效率、降低成本，为产业带来明显的边际效应。

大宗电商市场空间巨大：大宗商品全年销售总额高达4万亿，如果考虑到中间多层次渠道贸易换手，整个贸易流通量可达十几万亿的水平。如果考虑从中收取1%的手续费，10万亿则对应1000亿的市场空间，足以产生BAT体量的互联网巨头。

图 34：重点生产资料流通企业累计销售额（亿元）

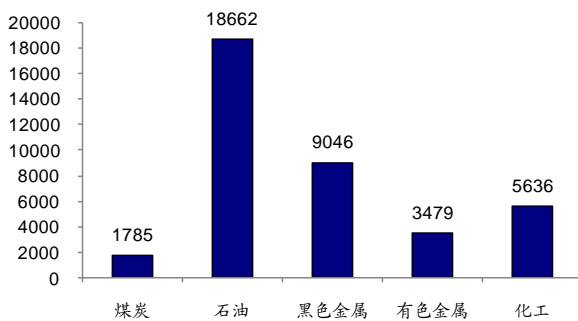
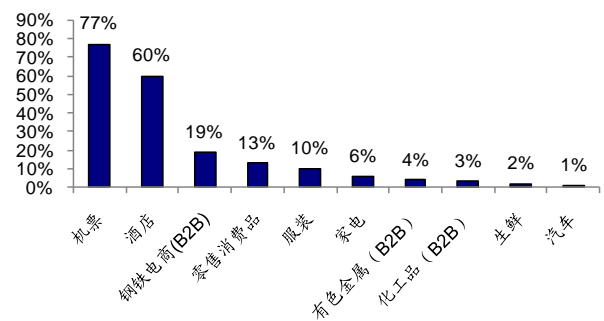


图 35：各领域的电商渗透率



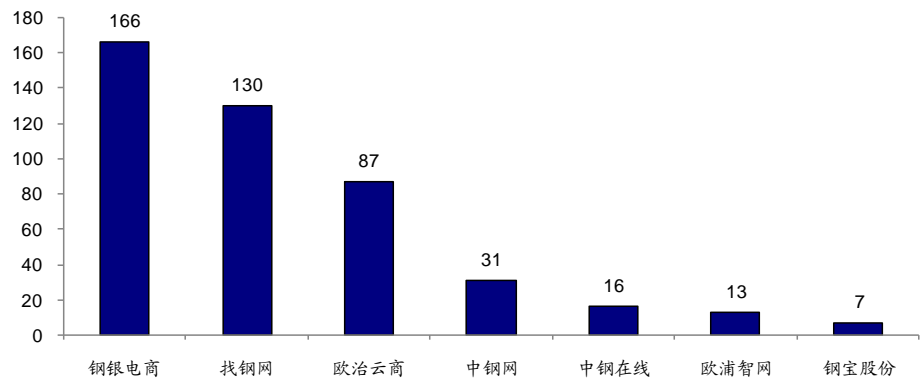
资料来源：wind，国海证券研究所

资料来源：艾瑞咨询，国海证券研究所

B2B 市场规模庞大，2015 年以来迎来快速发展。盈利模式日趋成熟。其中大宗交易平台由于其交易产品具备大宗商品属性，属于工业必需品，且交易量大，率先达成成熟的盈利模式。在钢铁大宗 B2B 交易平台上，又以上海钢联旗下的钢银电商为龙头，带动整体产业的发展。



图 36: 2016 年各大钢铁电商营业收入 (亿元)



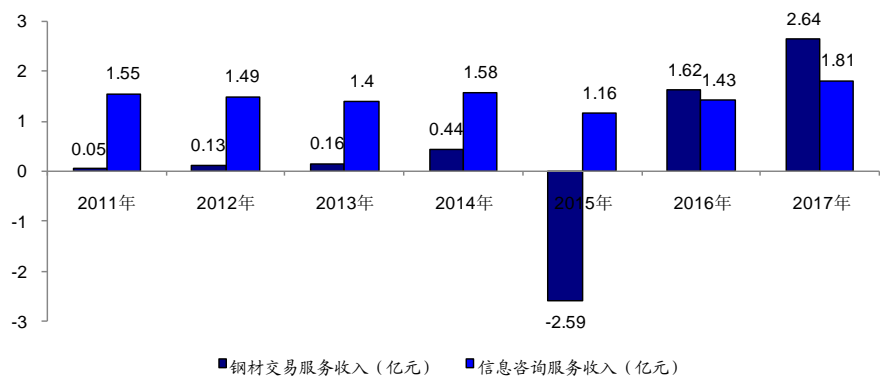
资料来源: wind, 国海证券研究所

在 2015 年以前, B2B 平台还处于以广告收入为主的被动盈利模式。B2B 平台收入主要来自于会员费, 本质上是一种广告费。B 端客户通过会员注册, 并在平台上发布产品信息。这个阶段 B2B 平台收入模式单一。

从 2015 年开始, 以钢银电商为首的 B2B 电商平台转换思路, 通过自发采购、寄售以及供应链服务等一系列“烧钱”行为, 充分发挥电商平台的主观能动性, 融合交易渠道, 促进交易在线上完成, 并扩大了自身的市场份额, 并从中获得大量产业相关数据, 2016 年, 钢银停止“烧钱”行为, 实现扭亏为盈。

钢银 2017 年寄售交易量达到 2219 吨, 相比 2016 年 1799.97 吨, 同比增长 23%。寄售模式已成规模, 交易毛利逐步提升。

图 37: 上海钢联钢交易服务占比进一步提升 (亿元)



资料来源: wind, 国海证券研究所

#### 2.4.2、钢铁电商历经三年整合, 钢银龙头地位逐渐明确

2015 年产业互联网元年, 各方面资本纷纷投入钢铁电商行业。截止至 2017 年, 全国曾投入过的钢铁电商已超过 300 家。经过 2 年的激烈竞争, 大多数平台电商都被淘汰, 根据各个平台所公布的数据显示, 2017 年, 钢银电商逐渐显现出龙头趋势, 其核心竞争对手仅剩两家—找钢网和欧冶云商。

2016 年行业进入整合期。行业中常见的交易类型有撮合交易、自营交易、寄售交易三种。其中钢银电商交易模式为撮合+寄售；找钢网为撮合+自营；欧冶云商为撮合+寄售+托盘模式。

表 8: 主要大宗电商平台对比

	钢银电商	找钢网	欧冶云商
交易模式	撮合+寄售	撮合+自营	撮合+寄售+托盘
团队规模	900	-	1300
注册用户	8.13 万	9.4 万	10 万
2017 交易规模	4797 亿元	6815 亿元	3200+亿元
2017 营业收入	734 亿元	约 30 亿元	175 亿元
2017 净利润	0.41 亿元	尚未盈利	1.01 亿元
金融	钢银钱庄：帮你采、任你花、随你押、订单融	胖猫金融：胖猫白条、票据业务、胖猫支付、胖猫理财	欧冶金融：供应链金融、东方付通、票据业务、财务管理、物流金融、典当
风控	建立供应链金融风控体系，对供应链真实交易信息进行大数据分析	接入上海市征信平台，建立行业征信体系	为供应商建立电子档案，挖掘交易数据，监控交易行为

资料来源：wind，各公司官网，国海证券研究所

钢银电商 2017 年营收 734.5 亿，实现净利润 0.41 亿；找钢网 2017 年营收 175 亿，净利润 1.014 亿元，欧冶云商目前尚未实现盈利。体量上钢银电商更大，但由于目前公司毛利还处于较低水平，未来利润增长空间更大。

上海钢联具有独特的供应链金融体系，主打四大特色优势：任你花，帮你采，随你押和订单融。在大宗交易领域，以自身为核心搭建平台，打通上下游供应链关系。公司用于从事供应链服务的资金来源主要由股东出资、银行贷款、股东委托贷款以及经营过程中产生的经营性现金流等。根据 2018 年中报显示，2018H1 钢银电商资金可用额度大约为 74 亿元，其中银行贷款+股东委托贷款额度 50 亿元。

表 9: 钢银电商供应链服务各业务模式

业务名称	主要客户	运作模式	风险防控机制
任你花	大型钢材终端用户	钢银电商根据不同客户的资信情况给予其一定期限的货物赊销额度，在该额度内，客户无需支付预付款项即可从钢银电商先行提货，并在约定期限届满前向钢银电商付款结算。	(1) 通过信用模型测算结果作为是否开展业务的重要依据； (2) 回款周期通常控制在 15-120 天，截至目前该业务未发生坏账。
帮你采	大型钢材贸易商	业务实质为“以销定购”。客户在向钢银电商交纳一定比例的预付款项后，由钢银电商采购指定钢材，客户在约定期限内付款提货。	(1) 钢银电商根据自主研发的信用测算模型确定对不同客户合理的业务规模； (2) 钢银电商完成采购后，在钢材价格出现下跌时，有权要求客户追加预付款项，否则钢银电商有权将已采购的钢材进行销售，规避价格下跌风险。约定提货期限届满后，客户不付款的，钢银电商可以自行销售货
订单融	中小型钢材终端及次终端用户		

随你押	钢材生产厂商及拥有库存的钢材贸易商	业务实质为:客户为实现快速销售,将其钢材先销售予钢银电商,钢银电商支付部分货款。钢银电商在约定期限内通过平台实现货物销售后与客户结算。	物。 客户将货物转让给钢银电商后,在钢材价格出现下跌时,钢银电商将要求客户补充钢材库存或相应款项,否则钢银电商将钢材进行销售,规避价格下跌风险。
-----	-------------------	---	---

资料来源:上海钢联公告,国海证券研究所

钢银电商基于交易平台的场景,对资金流、物权流、信息流均有清晰的控制,形成了交易闭环,因此形成了优异的风控。其与传统的保理风控模式比较,具有显著的优势,体现在双重保护垫: 1、收取预收货款总额的 10-20%形成了对资金的第一重保护; 2、业务基于自己交易平台的场景,每天交易量十多万吨分为两三千笔,小而散,对客户违约具备实时交易处置能力。

### 3、行业评级与投资策略

**维持“推荐”评级：**目前计算机板块估值仍在底部区间，而且业绩增速出现拐点，具备安全边际，展望 2019 年，计算机行业营收及利润有望继续维持较高增速，估值有望得到修复。我们建议关注云计算尤其是垂直领域云应用产业的投资机会。

(1) 回顾计算机行业，在经历了 2 月和 3 月较大幅上涨后，2018 年全年计算机板块表现相对较好，但相对沪深 300 并无明显超额收益，当前整体估值仍处于历史底部区间。2018 年前计算机板块整体业绩出现拐点，前三季度营收和净利润增速均有所提高，云计算、AI、政府 IT 景气度较高，行业内业绩分化加大。展望未来，我们看好云计算产业链相关板块和标的，主要是垂直领域云应用。

(2) 互联网和人工智能分别通过提高产业链效率和生产效率为 B 端赋能。传统产业拥有冗杂的产业链，参与者众多，存在信息不对称，产业链效率低下，产业互联网将 B 端信息透明共通，减少中间环节，并可以通过金融等增值服务进一步提高效率，从而赋能 B 端，大宗电商便是其中典型。人工智能对 B 端的赋能体现在对生产过程的控制与优化，通过算法模型提高原材料运用效率，降低能耗，提高产量，目前已有很多企业借助产业互联网平台提高节约成本的例子，表现了人工智能的赋能优势。

(3) 我们重点看好有巨大需求和较强壁垒，且有增量垂直领域的产业赋能，重点看好以下几个领域：1) 普惠金融，普惠金融已经上升至国家战略，政策加持下未来道路进一步清晰，供应链金融用科技打破实体供应链之间的阻碍；2) 智慧医疗，智慧医疗受到政策刺激，潜藏需求已经得到释放，市场规模将维持高速增长，互联网巨头和 HIS 厂商合作趋势显现；3) 工业互联网，工业互联网是智能制造的关键，关乎我国制造业转型升级，也是互联网产业竞争的下半场；4) 大宗电商，大宗商品是产业互联网中率先落地的领域，庞大交易规模下蕴藏着巨大市场空间，目前行业已经走过整合阶段，龙头效应显现。

## 4、重点推荐个股

建议重点关注以下产业互联网标的：1) 科技金融：同花顺、长亮科技、新湖中宝、恒生电子、金证股份、顶点软件；2) 医疗领域的万达信息、卫宁健康、东华软件；3) 大宗电商：上海钢联、生意宝；4) 企业 ERP 及财税管理领域的用友网络、航天信息；此外建议关注与产业互联网发展相关的人工智能及信息安全领域；5) 人工智能：中科曙光；6) 信息安全：启明星辰、绿盟科技、北信源、中孚信息。

**同花顺：**国内领先金融数据信息服务商，公司在移动端有着领先的流量优势，注重协同下多元布局。公司积极布局人工智能投顾，谋求商业模式升级，技术储备丰厚，付费个人用户转化率有望得到提高。

**长亮科技：**银行核心系统领先企业，城商行核心系统市龙头。公司积极推进海外和非银金融 IT 业务，转型全方位金融 IT 服务商。公司携手腾讯云推出金融云，打造互联网金融云服务，并落地近 C 端转型。我们认为公司新市场的拓展将为公司提供新的增长动力。

**新湖中宝：**公司具备丰富的国内外金融牌照资源，前瞻性布局优质互联网科技公司，逐步形成互联网金融一体化生态圈，Fintech 未来有较大空间。公司储备有大量优质土地资源，大部分集中在长三角地区，地产销售持续增长，我们认为未来优质土地资源价值还将持续释放。

**恒生电子：**国内金融 IT 龙头，产品覆盖金融市场全领域，资管新规下传统业务增长仍可持续，市场份额能进一步提升。公司依托传统业务卡位优势，布局 SaaS 金融云服务，2017 年，AI 领域的智能投顾、智能资讯、智能监管、智能客服等均已落地案例；区块链推出私募股权原型验证系统、发布 FTCU 范太链；云计算七个领域稳步推进。

**金证股份：**公司以金融 IT 为核心，剥离非核心业务，成功推进“回归金融 IT”战略，证券 IT 业务占据核心地位。公司证券 IT 产品线不断完善，基金 IT 新增市场保持绝对优势，存量市场占有率也不断提升，保持领先优势。

**顶点软件：**专注金融 IT，证券 IT 产品最为丰富。公司加速布局“大数据+AI”，投资 6334.78 万元建设武汉新研发中心，未来有望拥抱蓝海。公司 LiveBos 平台历经十年打造，由证券业辐射银行、期货、交易所领域，并帮助公司切入企业级服务及教育信息化市场，未来成长值得期待。

**万达信息：**公司依托其在医疗卫生、政务、市场监管等领域的深厚积淀，从民生及政务信息化供应商，成功转型为云服务商，开发了市民云、健康云等 APP 连接市民与公共服务，并通过服务运营获得稳定盈利来源。其云运营的 2.0 模式已经落地成功，目前发展势头良好，今年已经形成数千万的增值服务费，预计未来两到三年内云服务的营收及利润有望实现爆发式增长。

**卫宁健康：**公司传统业务景气程度仍然较高，政策推动下医疗卫生信息化订单保

持快速增长。创新业务逐步落地，与蚂蚁金服多方位合作，云医覆盖医院达到 1900 家，云药合作药店超过 7 万家，平台整体交易额近 3.5 亿元。前三季度纳里健康与卫宁互联网收入合计 3300 万元，同比增长 230%，创新业务亏损幅度收窄，全年部分业务有望达到盈亏平衡。

**东华软件：**公司是医疗信息化龙头，三甲医院市场覆盖率第一，头部客户市场价值凸显，区域医疗信息化订单增长迅速。公司联合“腾讯云”，在 HIS 系统、智慧医疗、智慧城市、金融等方面展开合作，升级商业模式，具备增长潜力。

**上海钢联：**独立的第三方钢铁电商平台，金融服务、交易佣金、仓储物流提成、期现结合、数据服务五大盈利模式全面落地。交易平台拥有活跃用户 2.05 亿，日均成交量 22.16 万吨，平台具备高下单成功率和高小单比例，平均订单金额 24.25 万元，典型的互联网属性，成为金融服务风控前提（京东、阿里模式与其他传统供应链金融的核心区别），随着平台交易量不断增大、数据不断积累，风控模型得以不断迭代完善，预计金融服务、交易佣金等业务收入将不断扩大。

**生意宝：**B2B 供应链金融服务商，形成全行业、全产业链的闭环服务体系。公司电商平台生意宝是国内 B2B 电商龙头，多领域、跨平台的电商模式为公司积累了大量的中小 B 端客户，生意社的数据优势为金融业务的开展奠定坚实基础。同时，以网盛融资平台为代表的供应链金融业务快速发展。

**用友网络：**国内 ERP 龙头企业。公司坚定推行云转型战略，以云平台为核心，构建云生态体系，行业云聚焦工业、建筑、金融、财政等方向，大量客户资源是公司云转型底气所在。公司工业 PaaS 平台“精智”将借助公司在 ERP 领域长期积累的经验，助理工业企业转型升级，将成为公司另一增长引擎，并有望拉动主业。

**航天信息：**国内税控行业龙头，是“金税工程”的核心参与者，现在所占市场份额超过 70%，拥有数千万用户与十亿数据。公司普惠金融业务高速增长，子公司诺诺金服 17 年完成助贷授信额超 80 亿元。布局电子发票平台，17 年电子发票开票张数超过 13 亿份。我们认为，公司金税、金融和物联网这三大核心竞争力将为各细分领域持续推进提供动力，电子发票有望成为公司新增长点。

**中孚信息：**信息安全保密领域领导厂商，受益于自主可控进程加速，公司信息安全保密业务增长态势良好，盈利能力也领先同类产品。公司主打产品“三合一”及其配套产品是涉密计算机的重要设施，电子政务内网的地级市下沉带来新需求，有望快速发展。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2018-12-07 股价	EPS			PE			投资 评级
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
002065.SZ	东华软件*	7.17	0.21	0.32	0.40	33.87	22.03	17.93	增持
002095.SZ	生意宝	21.98	0.07	0.4	1.38	314.29	55.0	15.94	买入
002439.SZ	启明星辰	21.45	0.5	0.68	0.89	42.9	31.54	24.1	增持
300033.SZ	同花顺	42.2	1.92	2.27	2.81	21.97	18.58	15.01	买入
300168.SZ	万达信息	12.67	0.32	0.31	0.64	39.63	40.9	19.81	买入
300226.SZ	上海钢联	49.91	0.3	0.95	1.86	166.47	52.57	26.85	买入
300253.SZ	卫宁健康*	12.2	0.14	0.2	0.27	85.61	61.61	45.01	增持
300348.SZ	长亮科技*	20.11	0.29	0.41	0.58	68.77	48.82	34.45	买入
300352.SZ	北信源	3.31	0.07	0.1	0.13	47.14	33.0	25.38	买入
300369.SZ	绿盟科技*	9.0	0.19	0.31	0.42	47.6	28.84	21.6	增持
300659.SZ	中孚信息*	22.74	0.59	0.46	0.64	38.7	49.97	35.69	买入
600208.SH	新湖中宝	3.0	0.45	0.71	0.92	6.67	4.23	3.26	买入
600271.SH	航天信息*	23.15	0.84	0.87	1.09	27.7	26.71	21.28	买入
600446.SH	金证股份*	10.26	0.15	0.39	0.56	66.32	26.61	18.35	增持
600570.SH	恒生电子	55.38	0.76	0.98	1.22	72.87	56.51	45.39	买入
600588.SH	用友网络*	23.9	0.27	0.34	0.49	89.95	69.46	49.2	增持
603019.SH	中科曙光*	39.45	0.48	0.72	1.08	82.14	55.06	36.51	增持
603383.SH	顶点软件*	30.1	1.19	0.92	1.05	25.36	32.55	28.69	增持

资料来源: wind, 国海证券研究所 (注: 带\*的公司盈利预测取自万得一致预期)

## 5、风险提示

- 1) 发生系统性风险，计算机板块整体估值中枢下移；
- 2) 金融、医疗、工业互联网、大宗电商等云应用进展不及预期；
- 3) 相关公司业绩不确定的风险。



## 【计算机组介绍】

宝幼琛，本年毕业于上海交通大学，多次新财富、水晶球最佳分析师团队成员，3年证券从业经历，目前主要负责计算机行业上市公司研究。

## 【分析师承诺】

宝幼琛，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对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。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。