

产业互联加速，安全可控深入

——计算机行业 2019 年投资策略

行业年度报告

◆2018 估值进一步下降，分化严重

截止 2018 年 12 月 28 日，2018 年计算机指数下跌 25%，同期创业板指数下跌 29%，沪深 300 指数下跌 25%，板块涨幅在所有中信一级行业中位列第七。板块分化严重，部分细分领域龙头和头部个股全年获得显著绝对收益，200 亿市值以上公司平均跌幅 7.6%，远小于板块跌幅。个股高估值消化较快，估值中枢进一步下降，PE-TTM 在 0-30 倍的个股占比 28%。板块总体 PE-TTM 估值 42X，低于过去 10 年中位数水平。截止 2018Q3 公募基金持仓比例为 4.5%，超配 1.56 个百分点。

◆**精选战略龙头与低估值标的，优选高景气度子领域。**看好产业互联网和安全自主可控方向。

(1)战略龙头与低估值标的：符合产业趋势构筑坚固壁垒的战略龙头将强者恒强，值得长期配置，推荐**用友网络、恒生电子**。前期高景气度有望持续，长期成长逻辑逐步兑现，推荐**辰安科技**。

(2)产业互联网：技术革新叠加互联网普及，政策驱动叠加巨头开辟新战场，将深刻变革 B 端服务。相对于消费互联网的格局趋稳，产业互联网将迎来加速发展。底层基础设施领域推荐**深信服**，技术手段更新领域推荐**科大讯飞**，新零售科技市场推荐**新北洋**，供应链金融推荐**生意宝**，互联网医疗领域推荐**卫宁健康、思创医惠**。

(3)安全可控：信息安全与自主可控是国家重要战略，必将长期持续投入。信息安全将有望进入业绩驱动阶段，自主可控 2019 年有望加速落地。推荐**中孚信息、中国长城、太极股份、南洋股份**。

◆风险提示：

宏观经济波动带来 IT 投资下滑的风险，产业进展不达预期的风险，市场整体的系统性风险。

证券代码	公司名称	股价 (元/股)	EPS(元)			PE			投资评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	
600588.SH	用友网络	21.30	0.20	0.39	0.57	107	55	37	买入
600570.SH	恒生电子	51.98	0.76	0.93	1.15	68	56	45	增持
300523.SZ	辰安科技	59.50	0.63	1.54	2.30	94	39	26	买入
300454.SZ	深信服	89.60	1.42	1.66	2.24	63	54	40	买入
002230.SZ	科大讯飞	24.64	0.21	0.31	0.57	117	79	43	增持
002376.SZ	新北洋	15.34	0.43	0.69	0.93	36	22	16	买入
002095.SZ	生意宝	19.68	0.08	0.14	0.30	246	141	66	增持
300253.SZ	卫宁健康	12.46	0.37	0.42	0.70	34	30	18	增持
300078.SZ	思创医惠	9.94	0.16	0.28	0.35	62	36	28	增持
300659.SZ	中孚信息	19.79	0.37	0.42	0.70	53	47	28	买入
000066.SZ	中国长城	4.74	0.2	0.24	0.24	24	20	20	增持
002368.SZ	太极股份	23.20	0.7	0.8	0.96	33	29	24	增持
002212.SZ	南洋股份	11.12	0.37	0.48	0.6	30	23	19	增持

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 12 月 28 日

买入（维持）

分析师

姜国平 (执业证书编号：S0930514080007)
021-52523857
jianggp@ebsecn.com

卫书根 (执业证书编号：S0930517090002)
021-52523858
weishugen@ebsecn.com

联系人

万义麟
021-52523859
wanyilin@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

投资聚焦

研究背景

当前时点板块整体动态估值 42 倍, 低于过去 10 年 53 倍的中位数水平, 整体估值较低。产业方面, 2018 年互联网巨头携资本、技术、流量切入 B 端, 产业互联网大势所趋; 贸易摩擦的持续发酵进一步提升了自主可控的战略地位, 相关领域将长期受益。

我们的创新之处

产业互联网方面, 我们系统的收集和整理了互联网巨头近期在产业互联网的布局情况, 首次搭建了产业互联网的分析框架, 并沿着产业互联网的分析框架详细阐述了各细分领域的发展情况。

安全可控方面, 从供应链风险和安全风险的角度分析了安全可控战略的推进的必要性; 通过结合分析贸易摩擦的侧重点和我国网信领域的发展情况, 系统地分析了安全可控战略推进所带来的机会点。

投资观点

展望 2019 年, 我们认为需要从自下而上的角度精选战略龙头与低估值标的, 自上而下优选高景气度子领域, 两个角度挖掘投资机遇。细分板块看好产业互联网和安全自主可控方向。

战略龙头与低估值标的: 符合产业趋势构筑坚固壁垒的战略龙头将强者恒强, 值得长期配置, 推荐**用友网络、恒生电子**。前期高景气度有望持续, 长期成长逻辑逐步兑现角度, 推荐**辰安科技**。

产业互联网: (1) 随着公有云成本的下降, 和以超融合为代表的私有云方案的成熟, 企业所必须的计算和存储等基础能力将得到大幅满足, 将给底层基础设施厂商带来良好的成长机遇, 推荐**深信服**。(2) 从生产力变革来看, 人工智能技术跨过商业应用门槛, 将给企业客户带来更好的生产工具, 降本增效, 推荐**科大讯飞**。(3) 从细分领域应用来看, 服务领域的机器替代人力大势所趋, 新零售科技饱含机遇; 推荐**新北洋**。供应链金融有效解决中小企业的融资难题, 基于交易等数据的风控手段解决坏账率和线下尽调成本等难题, 看好相关领域的潜在机遇, 推荐**生意宝**。政策驱动医疗信息化和互联网医疗迎来新的成长机遇, 推荐**卫宁健康和思创医惠**。

安全可控: 信息安全和自主可控是重要战略, 必将长期战略持续投入。信息技术的应用普及, 互联网和移动互联网成为社会运行的底层基础设施, PC 和智能手机成为用户接入数字世界的入口, 地位超然且影响面广。中兴事件的爆发更是让举国有切肤之痛, 核心技术的进口依赖将始终成为悬在头顶的达摩克利斯之剑, 自研道路是不容商量没有退路的必然选择, 这将带来安全自主可控持续数年的行业机遇。推荐**中孚信息、中国长城、太极股份、南洋股份**。

目 录

1、 整体观点：精选战略龙头与低估值标的，优选高景气度子领域.....	7
1.1、 市场回顾	7
1.2、 个股估值进一步下降，全年解禁金额平滑	9
1.3、 精选战略龙头与低估值标的，优选高景气度子领域.....	11
2、 产业互联网加速	11
2.1、 巨头加速产业互联网布局.....	11
2.2、 产业互联网基础设施与技术手段.....	13
2.3、 产业互联网商业应用	24
3、 安全可控深入.....	31
3.1、 信息安全：政策与新技术驱动高增长.....	31
3.2、 自主可控：长期战略投入.....	37
4、 投资建议	44
4.1、 投资思路	44
4.1、 用友网络：云业务持续高增长，逐季进入收获期	45
4.2、 恒生电子：国内金融 IT 龙头，政策带来新的增长点	46
4.3、 辰安科技：应急安全龙头，城市安全业务持续扩张.....	48
4.4、 深信服：产品与市场双驱动，云业务打开新空间	49
4.5、 科大讯飞：语音交互时代最受益标的.....	50
4.6、 新北洋：可转债助力新零售业务进一步成长.....	51
4.7、 生意宝：国内领先的 B2B 运营商，供应链金融业绩有望兑现.....	52
4.8、 卫宁健康：医疗 IT 领先企业，创新业务有期待.....	55
4.9、 思创医惠：智慧医疗呈高景气度，RFID 助力新零售落地	57
4.10、 中孚信息：保密第一股，受益安全可控.....	58
4.11、 中国长城：背靠中国电子，自主可控布局领先的整机厂商	59
4.12、 太极股份：背靠中国电科，自主可控布局领先的软件厂商.....	61
4.13、 南洋股份：防火墙龙头再起航	64
5、 风险提示.....	65

图表目录

图 1：2018 年初至今计算机指数下跌 20%	7
图 2：2018 年初至今计算机板块涨幅位列所有中信所有一级行业中第七名	8
图 3：2018 年公募基金持仓比例持续上升，Q3 超配 1.56 个百分点	8
图 4：当前计算机指数 PE(TTM)42 倍，低于过去十年中位数 53 倍水平	9
图 5：计算机指数/沪深 300 相对估值 4.2，略高于过去十年中位数 4 的水平	9
图 6：个股估值水平下降	10
图 7：2019 年上半年解禁压力较大	10
图 8：产业互联网的分析框架	13
图 9：物理融合架构与超融合架构示意图(以 Nutanix 为例)	14
图 10：超融合架构给企业带来 50%的资本开支和 30%的运营开支节省	14
图 11：全球及中国超融合市场规模及增长情况(2015~2018Q1)	15
图 12：全球超融合核心技术厂商魔力象限分布图	16
图 13：2017 年中国市场超融合厂商份额	16
图 14：Enterprise Server SAN Storage 将进入高速增长期	17
图 15：未来一年内有计划引入云计算产品的企业用户占比达 52.4%	18
图 16：企业在云计算方面未来预算变化	18
图 17：全球上云企业占比不断增多，上云企业云计算投入不断增加	18
图 18：我国云计算市场规模及其预测	20
图 19：2017 年公有云细分市场分类(单位：亿元)	20
图 20：2017-2021 年中国 SaaS 市场规模预测	21
图 21：2017 年上半年中国 SaaS 厂商销售占比	21
图 22：ImageNet 比赛 2015 年冠军的图像识别准确率超过人类水平	23
图 23：AI 领域融资金额与项目数创新高	23
图 24：机器视觉、芯片、机器人、语音和自动驾驶是核心赛道	23
图 25：科大讯飞 13-18Q3 的营收复合增速超过 40%	24
图 26：2018Q3 全球智能音箱出货量创新高（单位：百万台）	24
图 27：巨头在新零售各领域的布局	25
图 28：2017-2022 中国无人零售商店交易市场交易额及预测	26
图 29：2017-2022 中国无人零售商店用户规模及预测	26
图 30：无人零售行业产业链	27
图 31：霍夫曼的供应链金融的整体框架	27
图 32：供应链金融的主要参与方	29
图 33：针对医疗领域难题，互联网医疗进行了大量有益探索	30
图 34：信息安全下游行业需求分布（2016）	31
图 35：我国信息安全投入占 IT 总投入比例和发达国家对比	33
图 36：中国网络信息安全市场规模与增长率	33

图 37：部分子领域规模增速及预测	33
图 38：我国信息安全主要厂商的市场份额（2015 年）	34
图 39：信息安全行业竞争格局分散	34
图 40：部分年份中国信息安全各细分领域市场份额	35
图 41：2016 年全球信息安全产品结构	35
图 42：我国云安全市场规模	37
图 43：我国数据安全市场规模及预测	37
图 44：自主可控需要解决的风险	40
图 45：我国自主可控产业链及各品类竞争力	41
图 46：2015 年中国基础软件市场行业结构	42
图 47：2014-2017 年中国商用市场分行业 PC 出货量	43
图 48：2017 年我国大企业垂直细分行业出货量及增长率	43
图 49：生意宝最近五年的 PE -Band	55
图 50：卫宁健康最近五年的 PE/PB-Band	56
图 51：中国长城历史 PE-bands	61
图 52：太极股份历史 PE-bands	64
表 1：2019 年解禁规模前十的个股列表	10
表 2：2018 年腾讯和阿里在二级市场通过参股和战略合作公司梳理	12
表 3：2018Q1 全球超融合市场主要品牌厂商和主要软件供应商的市场份额(单位：百万美金)	16
表 4：国外主要云计算企业的云业务收入情况	19
表 5：国内部分云转型厂商云收入情况	20
表 6：中国政府人工智能相关政策梳理	22
表 7：阿里巴巴对线下零售商的投资额和线下零售商的门店数	25
表 8：近年来我国信息安全相关策略不断出台	32
表 9：信息安全主要细分领域及其主要竞争厂商	34
表 10：新兴技术领域主要国内外厂商	36
表 11：近期中美贸易摩擦持续发酵	37
表 12：近年来自主可控相关政策密集出台	39
表 13：自主可控整机市场预测	43
表 14：自主可控各产业链环节主要参与厂商	43
表 15：重点推荐标的一览	44
表 16：用友网络业绩预测和估值指标	45
表 17：恒生电子营收预测表（单位：百万元）	47
表 19：恒生电子业绩预测和估值指标	48
表 20：可比公司的 PE 比较	48
表 21：辰安科技业绩预测和估值指标	49
表 22：深信服业绩预测和估值指标	50
表 23：科大讯飞业绩预测和估值指标	51

表 24：新北洋业绩预测和估值指标	52
表 25：生意宝盈利预测(单位：百万元)	53
表 26：生意宝业绩预测和估值指标	54
表 34：可比公司的 PE 比较	54
表 27：卫宁健康盈利预测(单位：百万元)	56
表 34：可比公司的 PE 比较	56
表 29：卫宁健康业绩预测和估值指标	57
表 30：思创医惠业绩预测和估值指标	58
表 31：中孚信息业绩预测和估值指标	58
表 32：中国长城营收预测表（单位：百万元）	60
表 33：中国长城业绩预测和估值指标	60
表 34：可比公司的 PE 比较	61
表 35：太极股份营收预测表（单位：百万元）	62
表 36：太极股份业绩预测和估值指标	63
表 37：可比公司的 PE 比较	63
表 38：南洋股份业绩预测和估值指标	65

1、整体观点：精选战略龙头与低估值标的，优选高景气度子领域

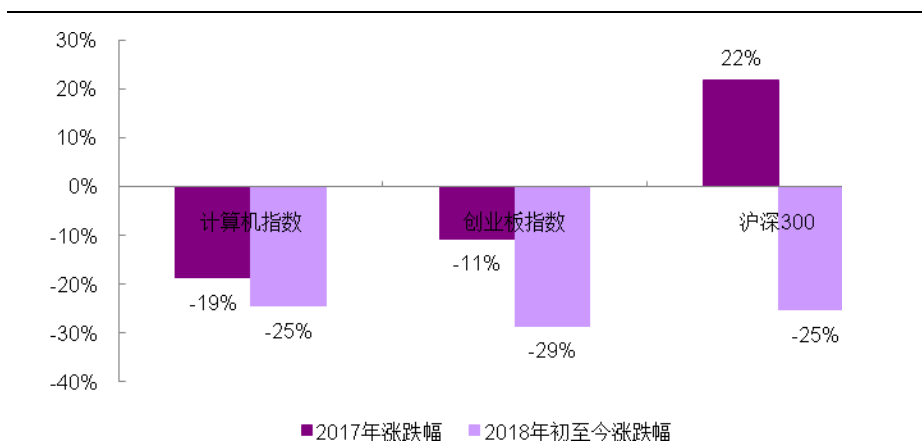
2018 年年初至今¹，计算机指数整体下跌 25%，计算机板块由于过去两年调整较多，涨幅在所有中信一级行业中位列第七。板块内部标的分化，云计算、医疗 IT、新零售、新高考等细分领域标的受益于行业的高景气度，获得明显的绝对收益；自主可控板块受益于贸易摩擦带来国家政策支持红利的预期，相关个股有阶段行情。高估值小市值标的继续下跌，但随着市值或估值的持续去泡沫，叠加交易监管等环境的边际改善，该类标的后续呈现较好的抗跌甚至相对收益属性，但具有较强的博弈味道。从产业层面来看，互联网巨头携资本、技术、流量切入 B 端，产业互联网大势所趋；中兴等事件进一步提升了自主可控的战略地位，相关领域将长期受益。

1.1、市场回顾

1.1.1、板块有相对收益，头部个股绝对收益明显

受宏观经济预期及贸易摩擦等外围因素影响，2018 年初至今 A 股市场整体呈普跌行情，计算机板块由于过去两年调整较多，2018 年板块涨幅在所有中信一级行业中表现较好，部分细分领域龙头和头部个股全年更是获得显著的绝对收益。截止 2018 年 12 月 28 日，年初至今计算机指数下跌 25%，同期创业板指数下跌 29%，沪深 300 指数下跌 25%，板块具有相对收益。剔除新上市个股，2018 年涨幅前五的个股卫宁健康(+86%)、创业软件(+78%)、泛微网络(+68%)、和仁科技(+68%)、佳发教育(+64%)具有明显的绝对收益。

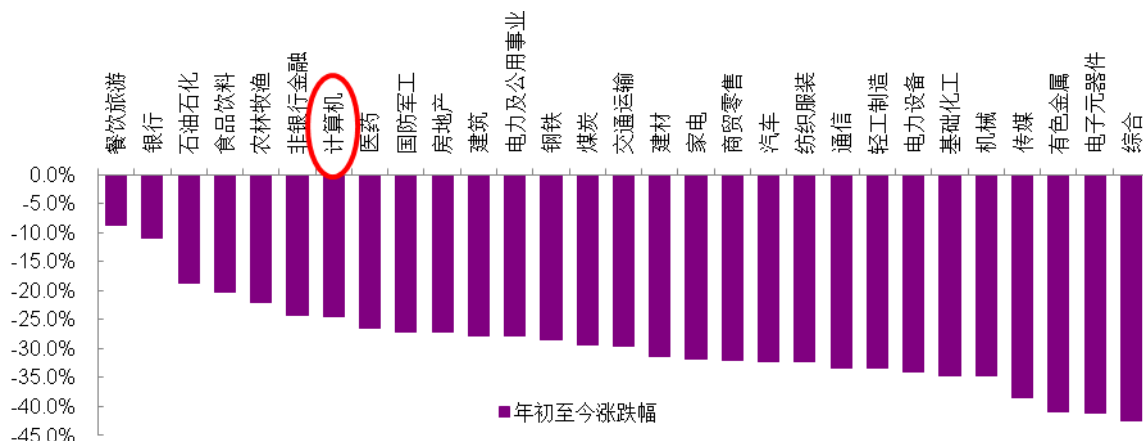
图 1：2018 年初至今计算机指数下跌 20%



资料来源：WIND，光大证券研究所

¹注：报告中所有指数及板块的估值数据为截止到 2018 年 12 月 28 日的的数据。

图 2：2018 年初至今计算机板块涨幅位列所有中信所有一级行业中第七名



资料来源：WIND，光大证券研究所

1.1.2、2018Q3 公募基金超配板块 1.56 个百分点

2018Q3 公募基金超配计算机板块 1.56 个百分点。2017Q4 公募基金持仓计算机板块创近三年新低，仅 1.4%。2018 年基金持仓持续上升，2018Q3 基金持仓比例为 4.5%，超配 1.56 个百分点。

图 3：2018 年公募基金持仓比例持续上升，Q3 超配 1.56 个百分点



资料来源：WIND，光大证券研究所

1.2、个股估值进一步下降，全年解禁金额平滑

板块绝对估值和相对估值均进一步下降。从绝对估值来看，计算机指数 PE-TTM 当前已经下降到 42 倍，低于过去十年估值中位数 53 倍水平。计算机指数/沪深 300 的相对估值为 4.2，略高于过去十年中位数 4 的水平。

图 4：当前计算机指数 PE(TTM)42 倍，低于过去十年中位数 53 倍水平



资料来源：WIND，光大证券研究所

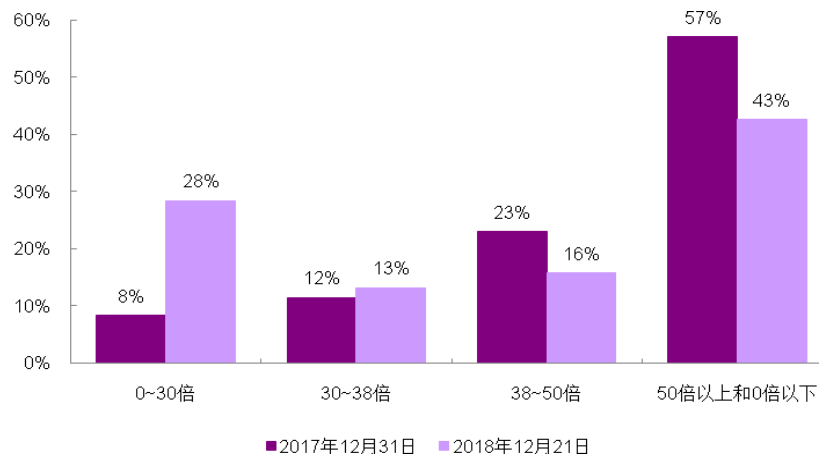
图 5：计算机指数/沪深 300 相对估值 4.2，略高于过去十年中位数 4 的水平



资料来源：WIND，光大证券研究所

个股方面，高估值消化加快。从 PE-TTM 估值来看，2018 年 12 月 28 日计算机板块个股 PE-TTM 位于 0~30 倍、30~38 倍、38~50 倍和 50 倍以上及 0 倍以下的分别占比 28%、13%、16%和 43%。相比 2017 年 12 月 31 日水平分别增加 20、2、-7、-14 个 pct。高估值个股估值消化较快。

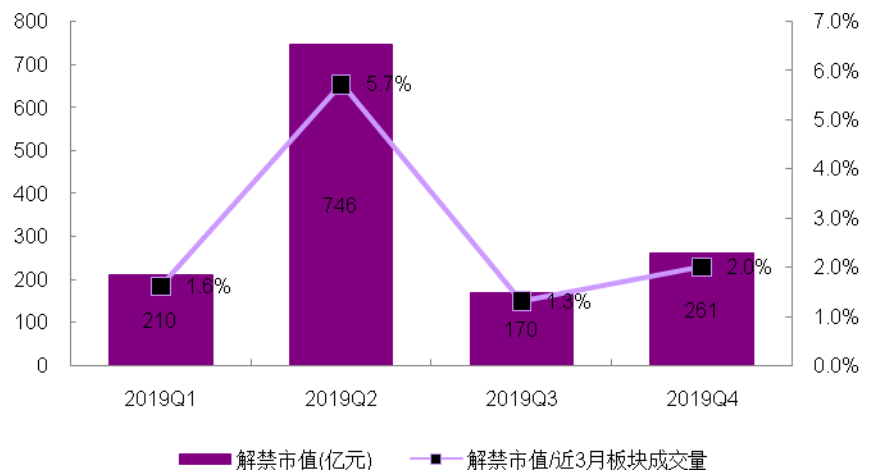
图 6：个股估值水平下降



资料来源：WIND，光大证券研究所

2019 全年解禁金额较为平滑。2019 年四个季度限售股解禁规模分别为 210 亿元、746 亿元、170 亿元和 261 亿元，其中 Q2 解禁规模大主要是受紫光股份单一个股 410 亿规模的影响，如果剔除该部分影响，全年各季度解禁规模较为平滑，上半年压力略大于下半年。其中紫光股份(410 亿元)、深信服(138 亿元)两个个股解禁规模超百亿元。

图 7：2019 年上半年解禁压力较大



资料来源：WIND，光大证券研究所

注：近 3 个月我们是采取 2018 年 9、10、11 三个月的数据；

表 1：2019 年解禁规模前十的个股列表

代码	简称	解禁日期	解禁市值(亿元)	解禁股份类型	收盘价-20181130	解禁数量(万股)
000938.SZ	紫光股份	2019-05-06	410	定向增发机构配售股份	35.00	117,071
300454.SZ	深信服	2019-05-16	138	首发原股东限售股份	81.90	16,906
300674.SZ	宇信科技	2019-11-07	74	首发原股东限售股份	31.17	23,609
000662.SZ	天夏智慧	2019-04-08	51	定向增发机构配售股份	7.08	71,874
002387.SZ	维信诺	2019-03-07	49	定向增发机构配售股份	8.14	59,880

300634.SZ	彩讯股份	2019-03-25	40	首发原股东限售股份	23.40	17,100
002373.SZ	千方科技	2019-04-15	27	定向增发机构配售股份	11.85	22,590
603528.SH	多伦科技	2019-05-03	26	首发原股东限售股份	6.05	43,245
300523.SZ	辰安科技	2019-07-26	25	首发原股东限售股份	60.28	4,112
300550.SZ	和仁科技	2019-10-17	25	首发原股东限售股份	48.62	5,073

资料来源：WIND，光大证券研究所

1.3、精选战略龙头与低估值标的，优选高景气度子领域

从自下而上精选标的的角度，符合产业趋势构筑坚固壁垒的战略龙头将强者恒强，值得长期配置，推荐**用友网络**、**恒生电子**。前期高景气度有望持续，长期成长逻辑逐步兑现角度，推荐**辰安科技**。从自上而下政策支持产业驱动角度优选高景气度子领域，推荐产业互联网和安全自主可控方向。

- **产业互联网**：(1)随着公有云成本的下降，和以超融合为代表的私有云方案的成熟，企业所必须的计算和存储等基础能力将得到大幅满足，将给底层基础设施厂商带来良好的成长机遇，推荐**深信服**。(2)从生产力变革来看，人工智能技术跨过商业应用门槛，将给企业客户带来更好的生产工具，降本增效，推荐**科大讯飞**。(3)从细分领域应用来看，服务领域的机器替代人力大势所趋，新零售科技饱含机遇；推荐**新北洋**。供应链金融有效解决中小企业的融资难题，基于交易等数据的风控手段解决坏账率和线下尽调成本等难题，看好相关领域的潜在机遇，推荐**生意宝**。政策驱动医疗信息化和互联网医疗迎来新的成长机遇，推荐**卫宁健康**和**思创医惠**。
- **安全可控**：信息安全和自主可控是国家重要战略，必将长期战略持续投入。信息技术的应用普及，互联网和移动互联网成为社会运行的底层基础设施，PC 和智能手机成为用户接入数字世界的入口。中兴等事件进一步提升了安全可控的战略地位，这有望带来安全可控持续数年的行业机遇。推荐**中孚信息**、**中国长城**、**太极股份**、**南洋股份**。

2、产业互联网加速

2.1、巨头加速产业互联网布局

巨头的动向，前行的方向。2018年9月底，腾讯调整组织架构正式成立云与智慧产业事业群，被看做进军B端服务的信号。10月份马化腾在知乎洞见上提问“未来十年哪些基础科学突破会影响互联网科技产业？产业互联网和消费互联网融合创新，会带来哪些改变？”激起了广泛的关注和讨论，产业互联网俨然成为二十岁的腾讯转型的方向。

而做B2B电商起家的阿里巴巴在打造淘宝天猫等大C端平台的同时，亦一直在B端深耕。从最早的B2B电商到面向小微商户的阿里小贷，到国内公有云服务领域的龙头阿里云，到由电商业务延伸进而对外开放赋能的支付宝等核心IT能力，再到主打企业办公平台的阿里钉钉。从来不缺B端基因的阿里在B端服务领域亦一直大放异彩。而近年高速增长的阿里云服务无疑是B端客户重要的IT基础设施服务提供方。

巨头合纵连横，谋划 B 端战略布局。2018 年计算机板块一个很重要的变化就是，腾讯和阿里两大互联网巨头在资本市场通过股权合作等方式频频结盟细分领域的头部软件公司，作为进军相关领域重要布局。阿里耗费超过 19 亿元参股卫宁健康&卫宁互联网、润和软件、捷顺科技三家上市公司或其子公司。而腾讯亦耗资超 17 亿元参股长亮科技、东华软件、常山北明三家上市公司。

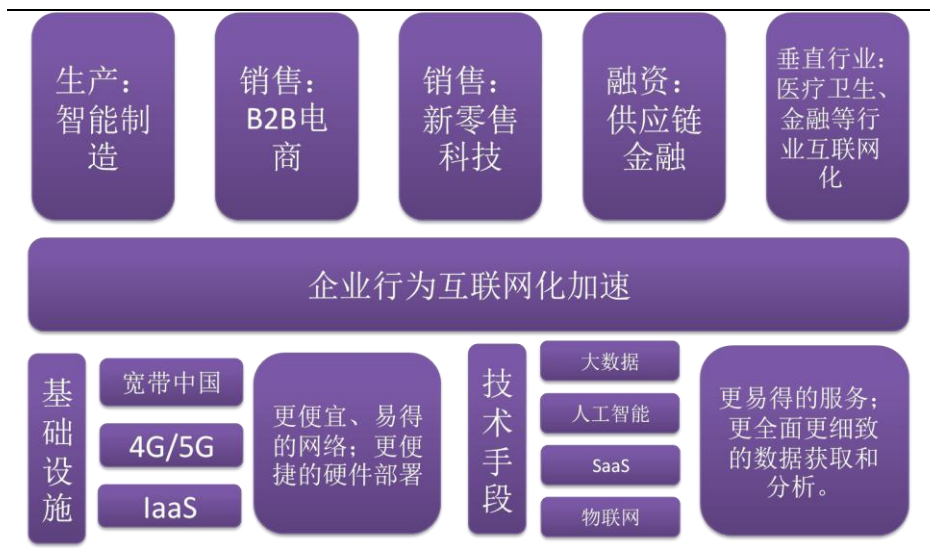
表 2：2018 年腾讯和阿里在二级市场通过参股和战略合作公司梳理

巨头	时间	公司	参股比例	耗资金额(亿元)
阿里	2018 年 2 月 14 日	捷顺科技	子公司顺易通 20%	2
	2018 年 6 月 4 日	润和软件	5.05%	4.617
	2018 年 6 月 16 日	卫宁健康	5.05%	10.58
	2018 年 6 月 16 日	卫宁互联网	30.00%	1.93
	2018 年 6 月 23 日	雄帝科技	签订《“支付宝乘车码”深入合作框架协议》	
	2018 年 7 月 19 日	信息发展	签订合作框架协议	
腾讯	2018 年 4 月 23 日	长亮科技	7.14%	3.887
	2018 年 5 月 25 日	东华软件	4.22%(诚信电脑 24.69%股权)	12.66
	2018 年 6 月 9 日	常山北明	2.24%	2.997
	2018 年 6 月 27 日	雄帝科技	签订《“腾讯乘车码”暨“数字身份”创新应用合作协议》	

资料来源：捷顺科技、润和软件、卫宁健康等公司公告，光大证券研究所整理

技术革新叠加互联网的普及，将深刻变革 B 端服务。从底层基础设施来看，随着公有云成本的下降，和以超融合为代表的私有云方案的成熟，企业所必须的计算和存储等基础能力将得到大幅满足，也将给相关厂商带来良好的成长机遇。从生产力变革来看，随着机器视觉、语音识别等人工智能技术跨过商业应用门槛，有望给企业客户带来更好的生产工具，降本增效。从细分领域应用来看，服务领域的机器替代人力大势所趋，新零售科技饱含机遇；供应链金融有效解决中小企业的融资难题，基于交易等数据的风控手段解决坏账率和线下尽调成本等难题；互联网医疗在政策更宽容的背景下有望衍生出更多玩法和价值，看好相关领域的潜在机遇。

图 8：产业互联网的分析框架



资料来源：光大证券研究所

2.2、产业互联网基础设施与技术手段

2.2.1、超融合：软件定义数据中心新势力，应用驱动 IT 架构变革

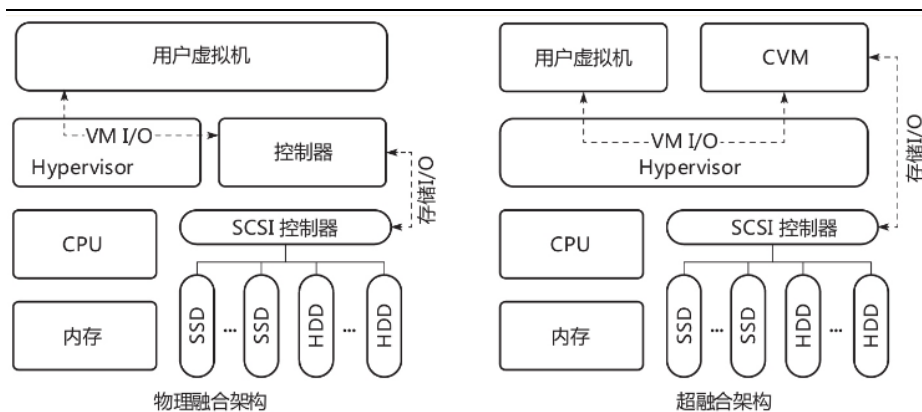
按照 Nutanix 的定义²，超融合架构是指在同一套设备单元中除具备计算、网络、存储和虚拟化能力之外，还具备数据备份、快照技术、重复数据删除、在线数据压缩等特性，且多套设备单元可以通过网络聚合起来，实现模块儿化的无缝横向拓展，形成统一的资源池，并通过统一的管理系统进行管控。为了更好的理解超融合架构跟传统三层架构的区别，我们介绍一下融合系统：

- 融合系统是将传统 IT 架构中的各个组件进行集成，提升组件间的协作效率、降低协作成本，进而实现 IT 系统服务能力的最大化。可见融合系统是将 IT 组件进行物理上的集成，但用户还是需要对存储、网络和虚拟化单独管理。它更多是解决了设备选型和物理配置上的一些问题，降低了 IT 人员在初期设备采购、适配、优化方面的工作量，但并没有降低后续运维的难度，而从架构来看和传统三层架构并没有本质区别，并没有解决三层架构的扩展性、存储瓶颈等问题。

与之对应的是，超融合架构则是将服务器、存储、网络三层都融合在一起，通过虚拟化平台将硬件资源池化，通过软件定义的手段将控制管理和底层硬件解耦合，用户只需要关注软件层面的控制策略，而不用管理底层硬件的具体实现，进而实现用户通过虚拟化平台对资源进行统一管理的目的，可以便捷的按需扩展。

²注：超融合和融合系统定义部分引用自《Nutanix 超融合基础架构权威指南》。

图 9：物理融合架构与超融合架构示意图(以 Nutanix 为例)



资料来源：《Nutanix 超融合基础架构权威指南》

从超融合架构介绍可知，超融合能够提供具有更好扩展性、更具弹性、更便于维护的 IT 基础设施，解决传统存储的性能瓶颈，降低企业 IT 资源的总拥有成本，满足客户从小规模起步随业务发展进行 IT 资源扩展的需求。综合来看，超融合对于企业用户具有以下优势：

- **更低的投入成本：**超融合通过软件定义标准硬件的方式能够有效降低企业的资本开支和运营开支，体现在硬件的利用率更高、标准硬件的投入更低、避免信息孤岛并简化工作负载部署。根据 VMware 《whymoveto HCI infographic》显示，超融合架构相比传统数据中心 IT 架构将给企业带来 50% 的资本开支和 30% 的运营开支节省。而据 IDC2015 年的测算，Nutanix 的一体机在多负载下相比传统基础设施总拥有成本节省高达 60%，在可预测工作负载下相比公有云总拥有成本最高可降低 30%。

图 10：超融合架构给企业带来 50% 的资本开支和 30% 的运营开支节省

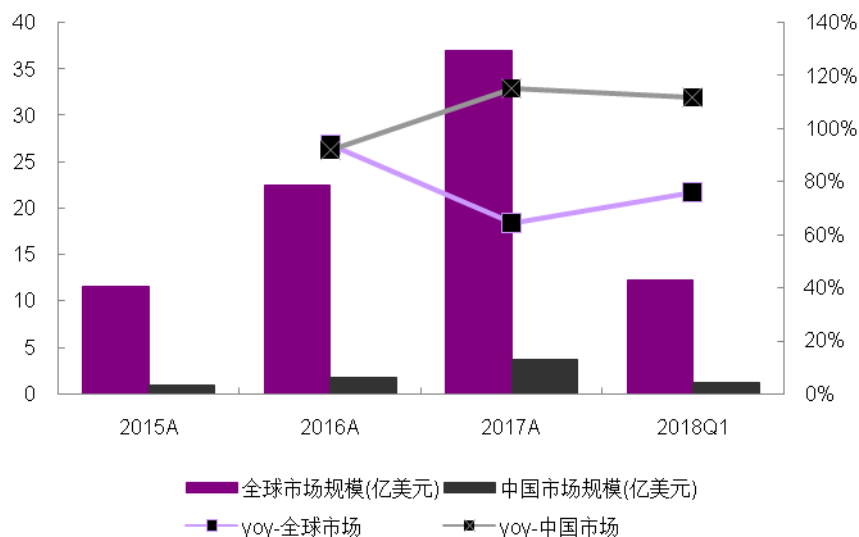


资料来源：VMware

- **更好的扩展性和更简单的运维：**一体机开箱即用的特点带来更快速的初期建设和更简单的后续运维，同时集群的架构设计使得超融合系统资源不足或性能不够时只需增加相应的节点即可获得更高的计算能力、更高存储量和 I/O 性能、更高网络带宽，满足业务扩展性的需求。据 IDC 测算，Nutanix 的一体机产品相比传统基础设施，运维时间将减少 71%、虚拟化成本降低 80%、存储的部署速度提高 85%。
- **更高的业务可靠性和更好的存储性能：**超融合的分布式架构避免了单点故障，应用的跨主机故障切换转移保证业务的连续性。在存储方面，超融合相对传统存储 IO 路径更短，业务虚拟机与存储介质存在于同一个物理节点，可以实现最短路径的 IO 吞吐，实现高性能业务支撑。此外超融合系统可以通过横向扩展来提升整套系统性能，支撑上层运行更多、更快的业务系统。

超融合市场规模高速增长。据 IDC 发布的全球及中国超融合市场规模数据显示,2017 年全球超融合市场规模超过 37 亿美元,同比增长 64%;2018Q1 全球超融合市场规模 12.3 亿美元,同比增长 76%。2017 年中国超融合市场规模 3.79 亿美元,同比增长 115%; 2018Q1 中国超融合市场规模 1.19 亿美元,同比增长 112%, 增速高于全球市场增速。

图 11：全球及中国超融合市场规模及增长情况(2015~2018Q1)



资料来源：IDC

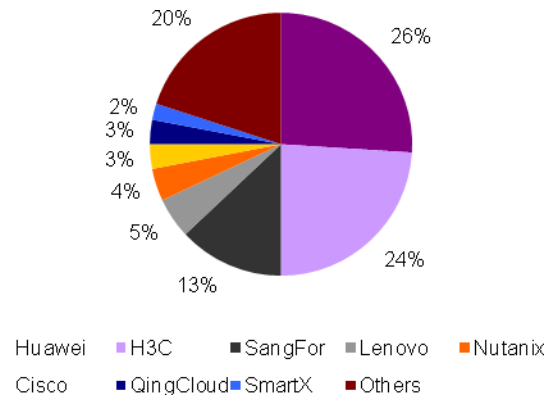
Nutanix 和 VMware 是全球市场领导厂商，华为、H3C 和深信服等自主品牌在国内市场更占优势。据 Gartner2018 年 2 月发布的全球超融合魔力象限显示，Nutanix、VMware 和 HPE 处于领导者象限，本土厂商华为入围魔力象限。据 IDC 数据显示，2018Q1 Dell EMC 和 Nutanix 品牌超融合产品在全球市场份额分别为 30%和 22%，位列第一位和第二位；而更重要的以 HCI 软件来源口径看，VMware 和 Nutanix 分别以 37%和 32%的份额处于绝对领导地位，远高于第三名 HPE 的 5%。而在中国市场，2017 年华为、H3C 和深信服分别以 26%、24%、13%位列前三，远高于 Nutanix 和 Cisco 的 4%和 3%，本土厂商优势明显。

图 12: 全球超融合核心技术厂商³魔力象限分布图



资料来源: Gartner(2018年2月)

图 13: 2017 年中国市场超融合厂商份额



资料来源: IDC

表 3: 2018Q1 全球超融合市场主要品牌厂商和主要软件供应商的市场份额(单位: 百万美金)

公司	基于品牌统计					基于 HCI 软件所有者统计					
	18Q1 收入	18Q1 市场 份额	17Q1 收入	17Q1 市场 份额	增长	公司	18Q1 收入	18Q1 市场 份额	17Q1 收入	17Q1 市场份 额	增长
DELL EMC	363	30%	150	22%	142%	VMware	456.3	37%	217.8	31%	110%
Nutanix	273	22%	159.2	23%	71%	Nutanix	398.7	32%	214.9	31%	86%
HPE	61	5%	28.7	4%	113%	HPE	61.3	5%	16.1	2%	281%
Cisco	59.9	5%	24.5	4%	144%	Cisco	59.9	5%	24.5	4%	144%
All Others	470.3	38%	333.6	48%	41%	All Others	251	20%	222.7	32%	13%
Total	1227.2	100%	696	100%	76%	Total	1227.2	100%	696	100%	76%

资料来源: IDC Worldwide Quarterly Converged Systems Tracker, June 26, 2018

关于中国超融合市场未来的增长潜力, 我们从两个维度来衡量:

- 相较传统 IT 架构, 超融合架构除了将计算、存储、网络三层架构融为一体提供更便捷的部署和运维之外, 软件定义存储的解决方案带来了更高的 I/O 性能和更好的扩展性, 而这是一家企业随着业务发展壮大数据积累丰富后需要切实解决的问题, 最具代表的就是以 Google 等互联网公司建设的以支撑大规模数据业务扩展性极强的数据中心解决方案。wikibon⁴认为高速延时、数据爆炸、闪存等特征将为 IT 架构重组带来新的机遇, 以分布式存储为代表的 Server SAN⁵解决方案将颠覆传统存储市场格局。据 wikibon 预测, 全球企业级 Server SAN 市场规模将从 2017

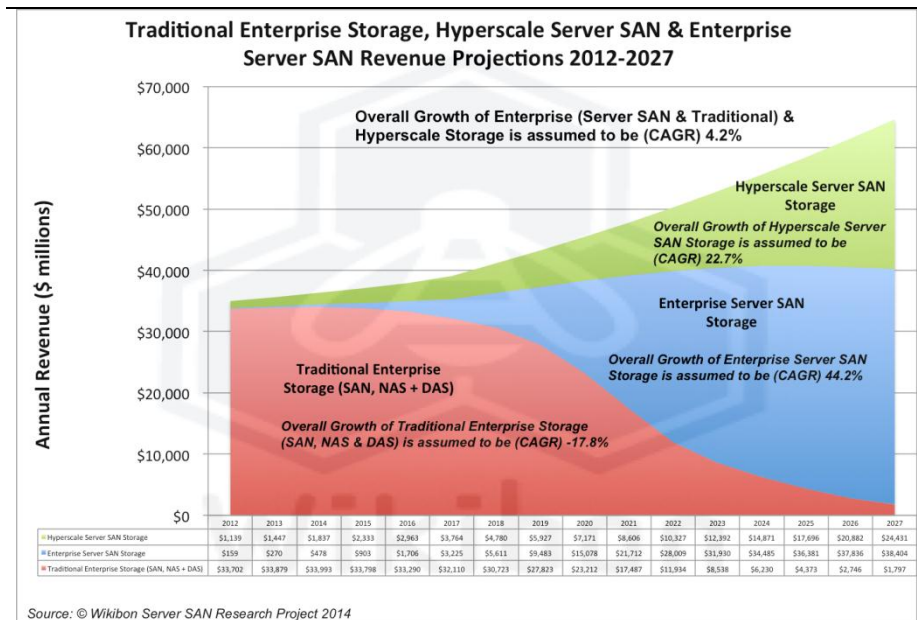
³注: 魔力象限分布图中的参与厂商是以有自主超融合软件为基础。

⁴注: wikibon 是一个由从业者、技术专家和顾问组成的全球社区。

⁵注: 根据 wikibon 定义, Server SAN 是指用软件来管理多台具有直连存储的服务器组成存储资源池。

年的 32.25 亿美元增长到 2020 年的 345 亿美金，期间复合增长率达 67%。这无疑给超融合市场带来很好的机遇。

图 14: Enterprise Server SAN Storage 将进入高速增长期



资料来源: wikibon

- 换一个视角来看，根据 IDC 2017 年 5 月发布的一篇报告预测，中国超融合市场规模 2020 年将达到 7.32 亿美元，2016-2020 年期间复合增长率为 43%。但回溯来看，IDC 2016 年预测的 2017 年中国超融合市场规模为 2.97 亿美金，低于 3.79 亿美金实际金额。而中国 2018Q1 超融合市场规模同增 112%，根据 IDC 的预测，预计全年超融合市场有望高于 44% 的预测增速。

综合两个预测，结合 IDC2017 较为谨慎的预测，以及中国超融合市场增速高于全球市场增速来看，我们认为未来三年中国超融合市场的复合增速大概率将超过 50%。

2.2.2、云计算：大势所趋，持续高速增长

过去几年，全球领先的云计算企业云收入复合增速 50% 左右，国内领先的云计算企业云收入复合增速 70% 以上，业绩持续超预期。2016 年我国云计算规模达 596.8 亿元，同比增长 33%，预计 2020 年我国云计算规模将达到 1560 亿元，复合增速高达 27%。考虑到 IaaS 市场二八效应明显，巨头占据绝大部分的市场份额，非巨头机会比较少；SaaS 市场空间巨大而且没有形成巨头，对转型企业和初创企业都有很大的机会，关注细分领域潜在巨头。

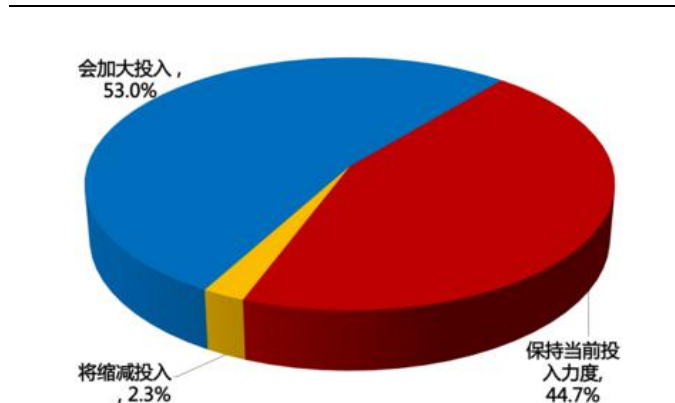
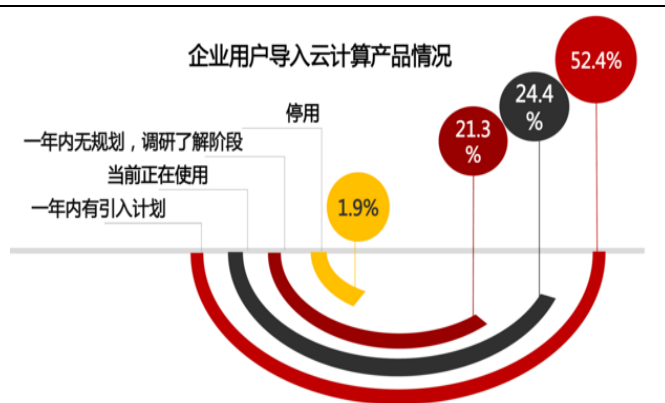
未上云企业上云需求增加，已上云企业云计算预算增加。近年来信息安全相关政策利好频出，云计算正逐步成为国家发展战略。近年来，移动互联网飞速发展，网络流量爆发式增长，对传统 IT 架构提出巨大挑战，企业对云

计算趋之若鹜。根据移动信息化研究中心在 2016 年 4 月发布的报告，在所有企业中，未来一年内有计划引入云计算产品的企业用户占比达 52.4%，企业对云计算的需求将会不断爆发；除此之外，在已实施云计算的企业当中，有 53% 的企业会加大未来在云计算方面的预算投入，云计算需求增长可期。

而全球方面，根据贝恩的报告，2010 年，对于云计算最早的接受企业，约 44% 的 IT 环境实现了云化。2016 年，这类企业 IT 云化的比率已经接近 70%，预计 2018 年这类企业的云化比例将达到 75%。那些观望型的企业 IT 云化的比率也在迅速提高，甚至那些比较慢的企业的云化比率也已经提高到了 16%，并且有望在 2018 年将 IT 云化的比率提高至 30%。

图 15: 未来一年内有计划引入云计算产品的企业用户占比达 52.4%

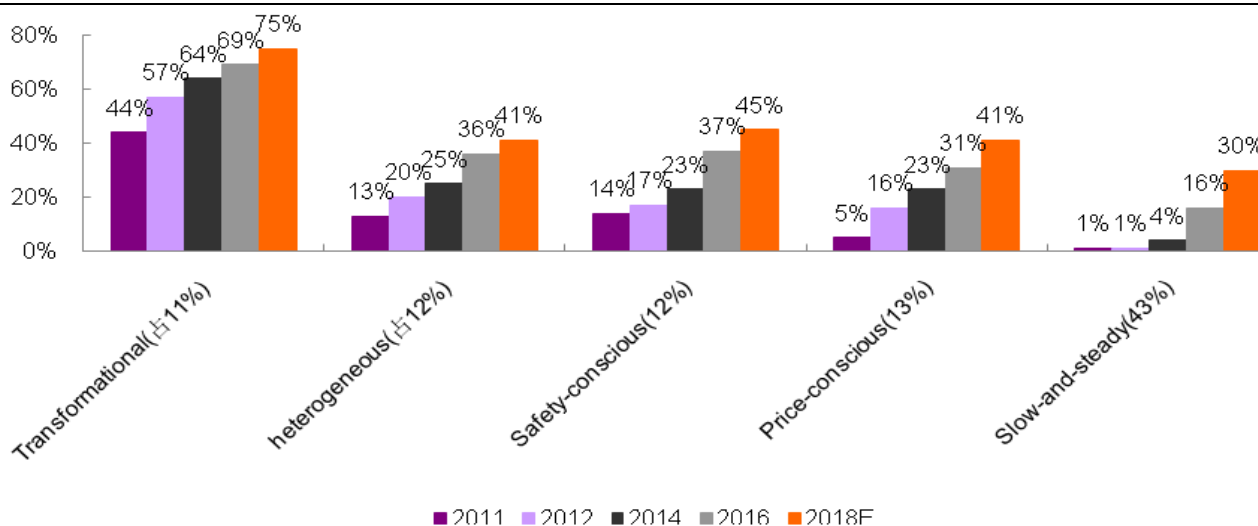
图 16: 企业在云计算方面未来预算变化



资料来源: 移动信息化研究中心, 2016/04

资料来源: 移动信息化研究中心, 2016/04

图 17: 全球上云企业占比不断增多, 上云企业云计算投入不断增加



资料来源: 贝恩咨询

美国云计算厂商业绩具有很大的指引性。作为云计算的“先行者”，美国在全球公有云市场居于绝对领导地位，2015 年美国云计算市场占据全球 56.5% 的市场份额。随着云计算的快速发展，美国众多传统软件厂商和云计

算创业公司纷纷开始了商业化争夺，现在已有部分企业成长为美国乃至全球云计算各细分领域龙头，如 CRM 龙头 Salesforce、IaaS 龙头 Amazon 等等。根据 IDC 的报告，中国云计算发展整体落后美国 5 年，而我国尚处于云计算快速发展的初期，美国云计算厂商(现已成为全球化企业)的发展过程中的业绩变化对中国云计算初创公司和运转型厂商有很大的指引意义。

过去几年，全球领先的云计算公司云业务收入都出现了 50% 左右的复合增长，持续超预期。如：1、AWS（亚马逊云服务）营收由 13 财年的 31.08 亿美元的高基数上增长到了 17 财年的 174.69 亿美元，增长了 4.62 倍，复合年增长率高达 54%；2、微软云业务由 13 财年的 13 亿美元的高基数上增长到了 17 财年的 149 亿美元，增长了 10.46 倍，复合年增长率高达 84%；3、Adobe 云业务收入由 2010 财年的 3.87 亿美元增长到 2017 财年的 61.34 亿美元，7 年增长了 15.85 倍，复合增长率高达 48.4%。

表 4：国外主要云计算企业的云业务收入情况

Amazon		FY2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY2018Q3		
云业务收入(亿美元)		31.08	46.64	78.8	122.19	174.59	182.25		
YOY			50%	69%	55%	43%	48%		
云业务收入占比		4%	5%	7%	9%	10%	11%		
Microsoft		FY2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY2018	FY2019Q1	
云业务收入(亿美元)		13	28	58	95	149	232	85	
YOY			115%	107%	64%	57%	56%	47%	
云业务收入占比		2%	3%	6%	11%	17%	21%	29%	
Adobe		FY 2011	FY2012	FY2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY2018Q3
云业务收入(亿美元)	4.51	6.73	11.38	20.77	32.24	45.85	61.34	57.38	
YOY	17%	49%	69%	83%	55%	42%	34%	29%	
云业务收入占比	11%	15%	28%	50%	67%	78%	84%	87%	
SAP		FY 2011	FY2012	FY2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY2018Q3
云业务收入(亿美元)	4.94	3.57	9.61	13.24	24.98	31.53	45	36.14	
YOY	-6%	-28%	169%	38%	89%	26%	43%	37%	
云业务收入占比	3%	2%	4%	6%	11%	14%	16%	22%	
Oracle				FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY2018	FY2019Q1
云业务收入(亿美元)				15.77	20.93	28.53	45.71	113	
YOY					33%	36%	60%	—	
云业务收入占比				4%	5%	8%	12%	28%	

资料来源：wind，光大证券研究所

注：Oracle 云业务口径 2018 年有调整

国内厂商无论是云转型企业还是创业型企业进入云计算领域的时间比较短，如 IaaS 层的阿里巴巴正式推出云产品比 AWS 晚五年，金蝶和用友是 ERPSaaS 转型最早的两家企业也是 2012 年推出云产品，相比于同是 Azure 的推出晚了 4 年。除此之外，国内厂商公布的云业务财务数据也较晚，但却表现一个趋势——云业务收入呈现爆发式增长的态势。

云转型厂商云业务收入爆发式增长。国内公有云龙头阿里云开放时间相较 AWS 晚 5 年，但是近年来云业务收入增速呈逐渐加快的趋势。国内 SaaS 厂商转型也较晚，但是云转型之后云业务收入快速增长。

1、近年来阿里云快速增长，营收由 2011 年的 5 亿元增长到 2017 年的 134 亿元，增长了 25 倍，复合年增长率高达 72.1%。值得一提的是，阿里云营收增速逐渐加快，连续三年收入增速超过 100%。云业务收入占比由 2013 年的 1% 提高到 2018H1 年的 6%。

2、用友网络云业务收入由 2015 年的 0.87 亿增长到 2017 年的 4.09 亿元，增长了 3.7 倍，复合增长率为 117%，高增长还在持续，2018 年 H1 云业务实现收入 2.2 亿元，同比增长 220%。云业务收入占比由 2015 年的 2% 提升到 2018H1 年的 7%。

3、金蝶国际的云业务收入在过去的 3 年增长了 4.36 倍，复合年增长率为 75%，云业务收入占比由 2014 年的 7% 提升到 2018H1 年的 26%。

表 5：国内部分云转型厂商云收入情况

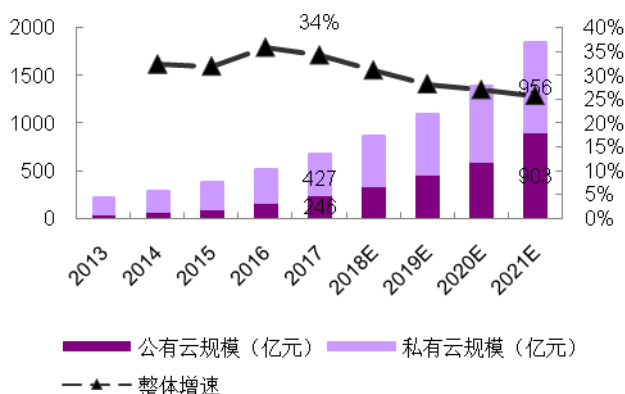
	云业务收入(亿元)					云业务占比					云业务同比			
	2014	2015	2016	2017	2018H1	2014	2015	2016	2017	2018H1	2015	2016	2017	2018H1
阿里巴巴	13	30	67	134	104	2%	3%	4%	5%	6%	138%	121%	101%	92%
用友网络		0.87	1.17	4.09	2.20		2%	2%	6%	7%		34%	250%	220%
金蝶国际	1.06	1.91	3.41	5.68	3.55	7%	12%	18%	25%	28%	80%	79%	67%	26%
金财互联	0.32	1.03	1.51	2.27	1.30	-	-	-	23%	28%	222%	47%	50%	21%
泛微网络		0.02		0.12			1%		2%					
广联达				0.45	1.25				2%	12%				

资料来源：Wind，光大证券研究所

注：阿里巴巴半年报披露日为 9 月 31 日；金财互联 2017 年以前的数据采用的方欣科技财税云收入

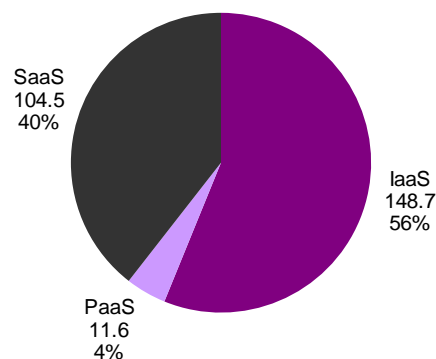
我国云计算市场预计维持快速增长态势。根据中国信息通信研究院的报告，2017 年我国云计算整体市场规模达 691.6 亿元(+34%)。其中私有云市场规模 427 亿元(+24%)，预计到 2021 年市场规模将达到 956 亿元，复合增长率 22%。公有云服务逐步从互联网向行业市场延伸，2017 年公有云规模达到 264.8 亿元(+55.7%)，其中公有云以 IaaS 为主，2016 年规模为 148.7 亿元(+70.1%)；PaaS 市场规模相对较小，2017 年市场规模为 11.6 亿元(+52.6%)；SaaS 市场稳定增长，2017 年市场规模达到 104.5 亿元(+39.1%)。预计到 2021 年中国公有云服务市场规模将达到 902.6 亿元，复合增长率达到 38%。

图 18：我国云计算市场规模及其预测



资料来源：中国信息通信研究院预测

图 19：2017 年公有云细分市场分类(单位：亿元)

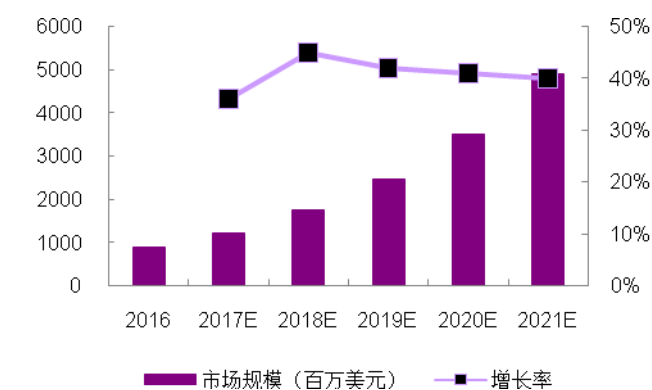


资料来源：中国信息通信研究院

我国 SaaS 市场正处于高速发展的初级阶段，未来还将保持年均 40% 的增速。根据 IDC 的预测，中国 SaaS 市场正处于高速发展的初级阶段，其发展速度是传统套装软件的 10 倍。2017 年上半年，中国 SaaS 市场规模达到 35.7 亿元，同比增长 34.5%。到 2021 年，中国 SaaS 市场规模将突破 323 亿元，2017-2021 年的年复合增长率将超过 40%。

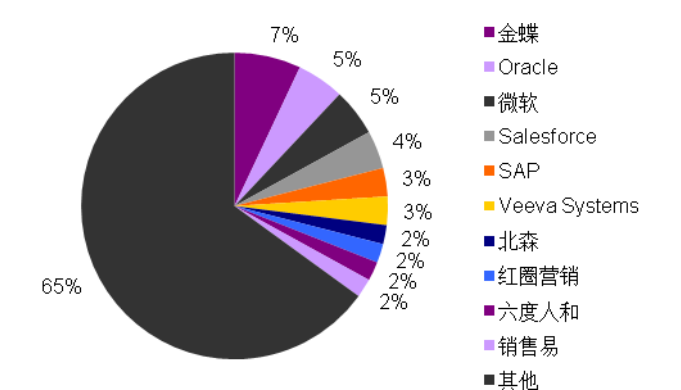
竞争格局分散，市场集中度有望进一步提升。对比美国市场，中国 SaaS 市场依旧处于初级的高速发展阶段。与国外差不多，我国 2015 年发展相对成熟的产品 CRM、ERM(企业资源管理)以及协同应用占了 64% 的市场份额。从 SaaS 厂商销售收入占比来看，前十大厂商仅占整体 SaaS 市场的 35%，竞争格局相对两年前的全球市场更加分散，考虑到近年来龙头的营收快速增长，未来市场集中有望进一步提升。

图 20：2017-2021 年中国 SaaS 市场规模预测



资料来源：IDC

图 21：2017 年上半年中国 SaaS 厂商销售占比



资料来源：IDC

行业快速增长，重点挖掘垂直细分领域的潜在龙头。截至目前，在 ERP、CRM 等核心企业管理软件 SaaS 服务领域，相比于国际市场，我国仍缺乏有力的国内领导者。但是随着 SaaS 市场的快速增长，近年来在 SaaS 领域有布局的企业的云业务都取得了不错的增长。而对于上市公司而言，大部分以云转型企业为主。其中专业垂直型 SaaS 潜在龙头和行业垂直型 SaaS 龙头由于已经具备产品优势且丰富的产品经验，在云转型过程中更加得心应手，而且转型过程中有望为 SaaS 厂商带来面向中小型企业的增量市场，成为细分领域潜在龙头。

2.2.3、人工智能：商业化应用持续深化，看好智能时代大机遇

数据、算法、计算能力三轮驱动，智能时代到来。回顾人工智能的发展史，当前的爆发具有其必然性。首先，互联网带来更大量、更多维也更完备的数据，这样的数据量使用传统的因果思维很难发挥出其价值，而且世界本身的不确定性也使得太多的因果逻辑并没有被人类发现，因此变主动的因果关系为数据自驱动的相关关系无疑是一条有效的路径。其次，随着并行计算的成熟以及芯片等硬件成本的大幅下降，以及深度学习算法的突破，数据处理工具已经成熟，金矿能够挖掘。再者，最重要的是，互联网经过近三十年

的蓬勃发展，业态与格局已经稳定，改进的空间和边际效应逐步减弱。在这样的背景下，无论是行业巨头还是新进入的创业者，都需要寻找一个新的尚待挖掘的具有巨大前景和空间的领域，人工智能无疑具备这样的特征。于是创业公司叠起，巨头大力布局，智能时代到来。

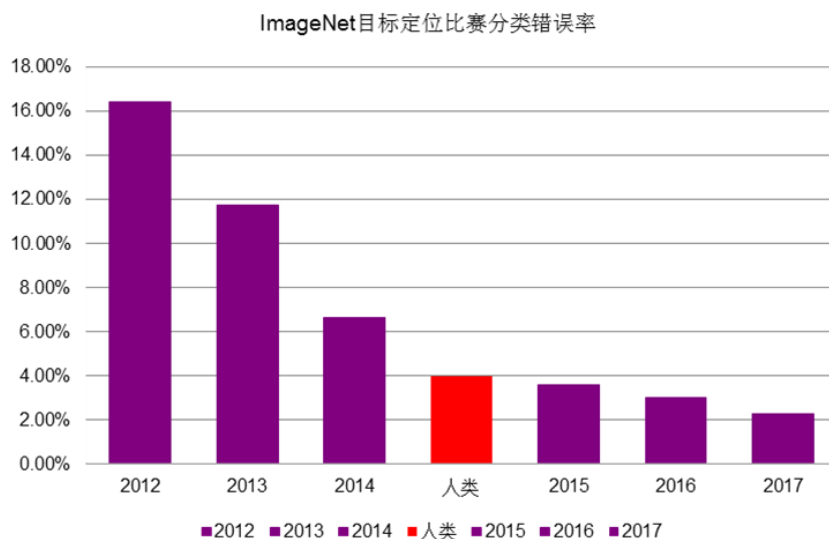
政策大力扶持，技术突破带来商业应用机遇。自 2016 年以来，政府出台多个人工智能领域的相关政策，更是在 2017 年 7 月发布新一代人工智能发展规划。而从全球来看，各国政府也均将人工智能领域的发展看做下一代科技的战略制高点。另外从技术视角来看，语音和图像领域由于条件概率计算的复杂度相对较低，深度神经网络率先在这些领域取得突破。其中在安静环境下的语音识别准确率已经超过 95%；ImageNet 比赛 2017 年冠军的图像识别准确率也已经超过了 97%，均达到了商业应用的门槛，推动商业应用逐渐落地。

表 6：中国政府人工智能相关政策梳理

时间	发布机构	政策名称	核心内容
2016 年 5 月	发改委、工信部、科技部、网信办	《“互联网+”人工智能三年行动实施方案》	目标是到 2018 年，打造人工智能基础资源与创新平台，人工智能产业体系、创新服务体系、标准化体系基本建立，基础核心技术有所突破，总体技术和产业发展与国际同步，应用及系统级技术局部领先。在重点领域培育若干全球领先的人工智能骨干企业，初步建成基础坚实、创新活跃、开放协作、绿色安全的人工智能产业生态，形成千亿级的人工智能市场应用规模。
2017 年 2 月	国务院	《“十三五”战略性新兴产业发展规划》	人工智能入选“十三五”新兴产业规划
2017 年 3 月	国务院	人工智能首次被写入了全国政府工作报告	李克强总理在报告中指出，要加快培育壮大新兴产业。全面实施战略性新兴产业发展规划，加快新材料、人工智能、集成电路、生物制药、第五代移动通信等技术研发和转化，做大做强产业集群。
2017 年 7 月	国务院	《新一代人工智能发展规划》	一是构建开放协同的人工智能科技创新体系；二是推进产业智能化升级，打造人工智能创新高地；三是利用人工智能提升公共安全保障能力；四是加强人工智能领域军民融合；五是构建泛在安全高效的智能化基础设施体系；六是前瞻布局重大科技项目，形成以新一代人工智能重大科技项目为核心、统筹当前和未来研发任务布局的人工智能项目群。
2017 年 12 月	工信部	《促进新一代人工智能产业发展三年行动计划(2018-2020 年)》	通过实施四项重点任务，力争到 2020 年，在包括智能网联汽车、智能服务机器人、智能无人机、医疗影像辅助诊断系统、视频图像身份识别系统、智能语音交互系统、智能翻译系统、智能家居产品等一系列人工智能标志性产品取得重要突破。
2018 年 11 月	中共中央政治局		中共中央总书记习近平在主持第九次集体学习时强调，人工智能是新一轮科技革命和产业变革的重要驱动力量，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。

资料来源：国务院、工信部等官网，光大证券研究所整理

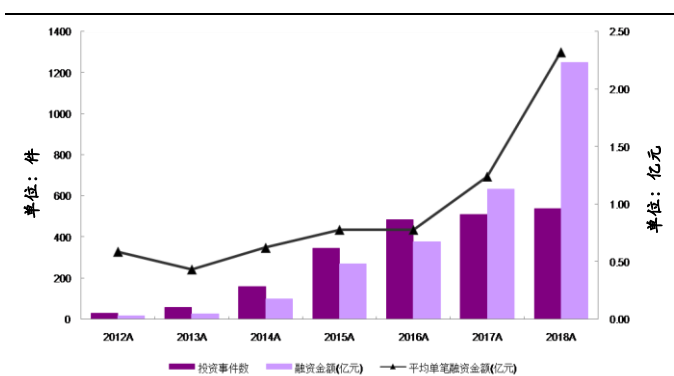
图 22: ImageNet 比赛 2015 年冠军的图像识别准确率超过人类水平



资料来源: ImageNet

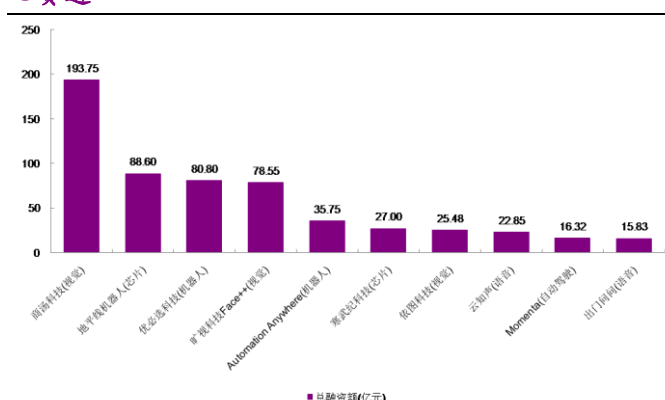
一级市场投资金额高速增长, 头部创企更获资本青睐。根据 IT 桔子的数据显示, 截止 2018 年 11 月 30 日, 2018 年在人工智能领域共发生投资事件 538 起, 超过 2017 年全年的 509 起; 获投企业融资金额总计 1249 亿元, 相比 2017 年增长 98%; 平均单项目获投金额亦由 2017 年的 1.24 亿元/单上升到 2.32 亿元/单, 平均单笔融资金额大幅上升。而从融资额排行前十的头部厂商来看, 机器视觉、芯片、机器人、语音和自动驾驶是资本更倾向布局的赛道。其中商汤和地平线均是在近期获得 10 亿美元级别的融资, 核心资产的资本热情依旧火热。

图 23: AI 领域融资金额与项目数创新高



资料来源: IT 桔子, 2018 年数据截取至 2018 年 11 月

图 24: 机器视觉、芯片、机器人、语音和自动驾驶是核心赛道

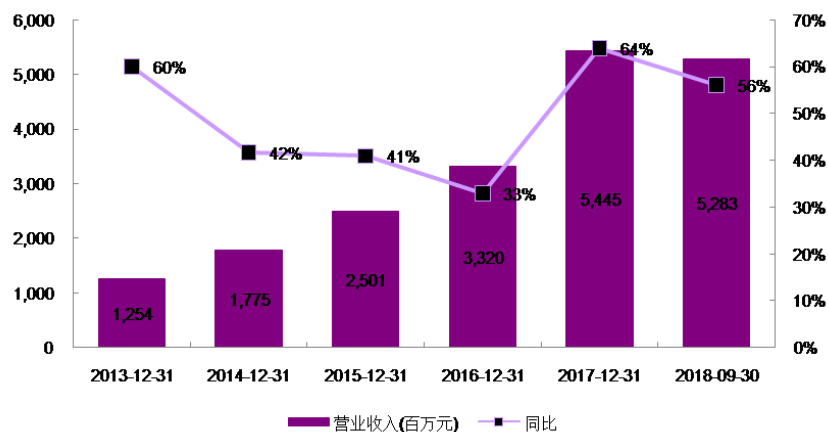


资料来源: IT 桔子, 截取时间为成立至 2018 年 12 月

语音龙头科大讯飞持续高速增长, 2019 年有望进入利润收获期。科大讯飞 2018 年前三季度实现营收 52.83 亿元, 同增 56%, 连续五个季度收入增速超过 50%。公司布局的教育、政法、消费者等核心赛道, 2018 年上半年收入分别同增 16.4%、214.6%、43.3%, 应用落地持续深化。公司从 2016

年开始进行渠道和长期战略布局，销售和研发人员大幅增加使得过去两年费用率上涨明显。随着公司布局接近完成，2019年费用率有望迎来显著改善，公司将进入利润收获期。

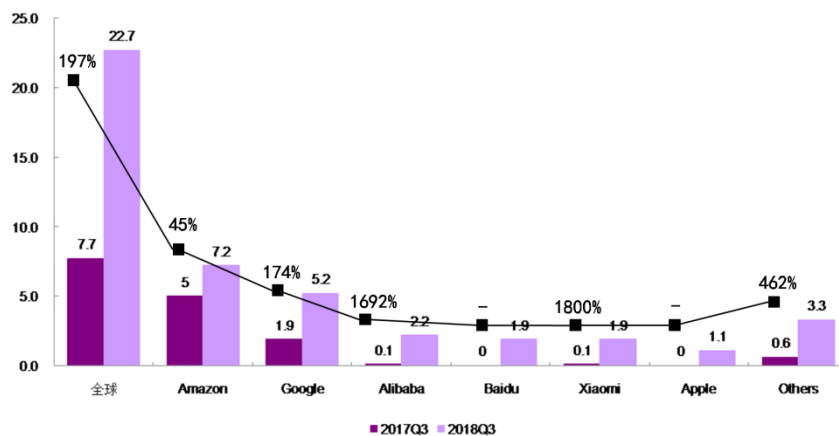
图 25：科大讯飞 13-18Q3 的营收复合增速超过 40%



资料来源：公司公告

智能音箱出货量创新高，实现用户语音交互习惯培育。据 Strategy Analytics 统计数据显示，2018 年第三季度全球智能音箱出货量达 2270 万台，同增 197%，创历史新高。其中中国市场阿里巴巴、百度、小米出货量位列前三，全球市场份额位列第三到第五仅次于亚马逊和谷歌。智能音箱的使用有助于培养用户语音交互习惯，为潜在的交互变革奠定基础。

图 26：2018Q3 全球智能音箱出货量创新高（单位：百万台）



资料来源：Strategy Analytics

2.3、产业互联网商业应用

2.3.1、新零售科技：巨头驱动新需求，看好无人设备市场

阿里巴巴近两年先后同银泰百货、三江购物、百联集团、联合利华、新华都、高鑫零售等传统零售巨头达成股权或者战略合作。2015 年成立阿里

零售通，帮助传统零售店铺转型升级。据全天候科技统计，自 2016 年 10 月马云提出“新零售”概念以来，阿里围绕新零售的股权投资金额已达到 500 亿元。如果算上此前对银泰和苏宁的投资，4 年内，阿里对线下零售的投资规模达到了 750 亿元，相当于其最近 6 个季度的营业利润之和。

与此同时，京东在 2016-2017 年相继推出多种零售物种，如 3C 体验式专业连锁“京东之家”、京东到家无人货架、X 无人超市和 7-fresh 等。阿里和京东也纷纷推出百万便利店的升级改造计划；天虹股份也相继成立天虹 Sp@ce 和无人零售天虹 WellGo 两种新零售业态；亚马逊集斥资 137 亿美元收购生鲜杂货零售商 Whole Foods Market(全食)，成为迄今为止亚马逊历史上最大的收购案；苏宁计划 2018 年新开 5000 家门店，推动智慧零售落地。各巨头在新零售的投资规模巨大。

表 7：阿里巴巴对线下零售商的投资额和线下零售商的门店数

获投公司	银泰商业	苏宁易购	盒马鲜生	三江购物	联华超市	银泰商业	百联集团	联华超市	易果生鲜	新华都	菜鸟网络	石基信息	高鑫零售	壹玖壹玖
获投金额	53.7 亿港元	283 亿元	1.5 亿美元	21.5 亿元	9.5 亿港元	198 亿港元		6.3 亿港元	3 亿美元	5.48 亿元	53 亿元	5 亿美元	224 亿港元	
门店数量			20	163	3618	49	5000	3618		131			446	760
获投时间	2014/3	2015/8	2016/1	2016/11	2016/12	2017/1	2017/2	2017/5	2017/8	2017/9	2017/9	2017/11	2017/11	2017/11
所占股权	>25%	20%	91%	32%	21%	74%	0%	18%	24%	10%	51%	38%	36%	0%

资料来源：IT 桔子，虎嗅网，阿里巴巴公司公告，光大证券研究所整理

图 27：巨头在新零售各领域的布局



资料来源：光大证券研究所整理

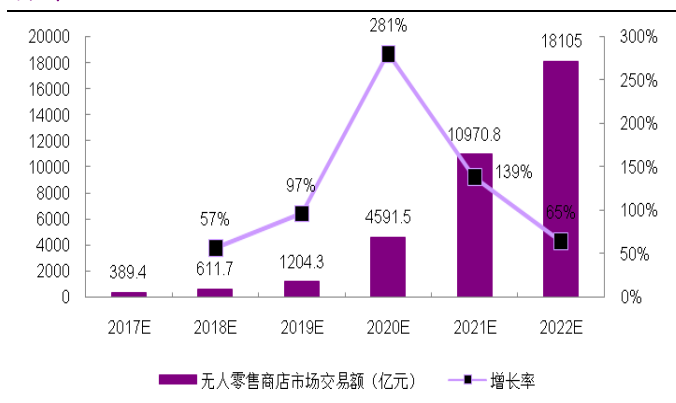
无人零售尚处于初期发展阶段，根据艾媒咨询的数据，2017 年无人零售商店交易额预计达 389.4 亿元，未来五年无人零售商店将会迎来发展红利期，至 2022 年市场交易额将超 1.8 万亿元。行业高速增长，有望带动相关设备和技术的投资。各消费场景中，无人便利店的兴起有望带动 RFID、摄

像头等设备和人脸识别、语音识别、自主收银等服务的需求；自动售货柜的快速增长将促进自动售货柜生产厂家的收入增长。

无人零售场有望快速增长

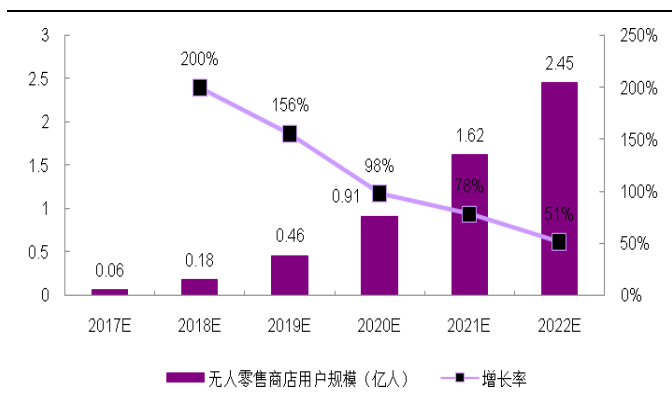
根据艾媒咨询发布的《2017 中国无人零售商店专题研究报告》报告显示，2017 年无人零售商店交易额预计达 389.4 亿元，未来五年无人零售商店将会迎来发展红利期，2020 年预计增长率可达 281.3%，至 2022 年市场交易额将超 1.81 万亿元。而无人零售商店用户规模也将由 2017 年的 0.06 亿增长到 2022 年的 2.45 亿人。

图 28: 2017-2022 中国无人零售商店交易市场交易额及预测



资料来源：艾媒咨询

图 29: 2017-2022 中国无人零售商店用户规模及预测



资料来源：艾媒咨询

行业快速增长有望带动相关技术和设备厂商的需求增长

无人零售产业链主要分为两大部分，一部分是直接面向消费者的消费场景：无人便利店、自动售货柜和无人货架；另一部分是为消费场景的构建提供第三方服务和设备的厂商，其中第三方服务包括数据分析和运营、零售信息系统构建、人脸识别、语音识别和自助收银等，而相关设备主要有自动售货柜、用于商品识别的 RFID 标签和用于无人便利店安防的摄像头。预计行业的快速增长将拉动相关设备和服务的需求增长。根据艾媒咨询数据，预计无人零售市场在 2017 年实现营收 389 亿元，按照最低标准，即营收的 1% 计算，有望拉动 IT 投资 4 亿元，而按照 2020 年营收 1.81 万亿计算，预计将拉动 IT 投资 181 亿元。

图 30：无人零售行业产业链

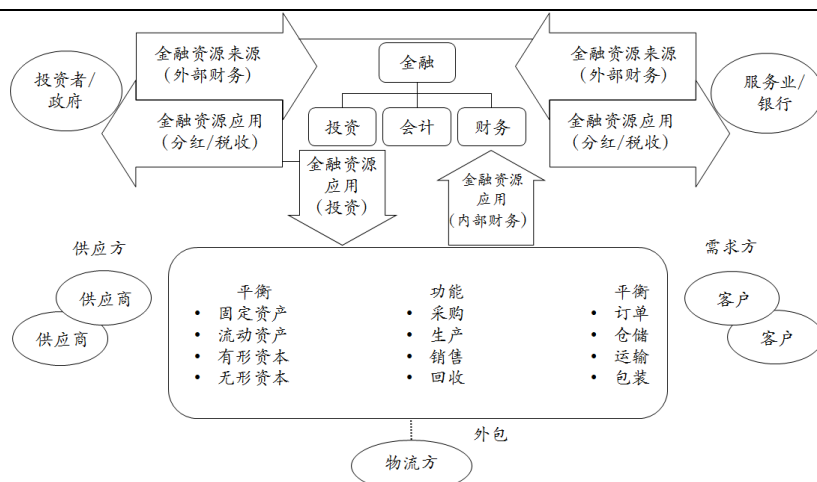


资料来源：光大证券研究所整理

2.3.2、供应链金融：主业为基金融为器，万亿蓝海待挖掘

供应链金融的核心在于基于真实交易关系的信贷盘活了供应链中中小企业的非流动资产。供应链金融是资金供给方以供应链中交易双方之间的真实交易关系为风险定价依据，为资金需求方提供相应的资金拆借服务。通过为供应链环节中相对弱势的中小企业提供融资服务，帮助中小企业盘活非现金流动资产，从而提高整个供应链的运行效率，减小供应链的系统成本。从融资质押资产可分为应收账款融资、存货融资和预付账款融资三种融资方式。

图 31：霍夫曼的供应链金融的整体框架



资料来源：《供应链金融》，宋华

以供应链金融三种主流业务模式可以简单测算该领域市场空间在万亿以上的规模。据中国社会科学院测算，截止2018年11月，我国非金融企业存货总额达57万亿元，工业企业的应收账款总额达15万亿元，加总计算，非金融企业供应链金融可融资产总量达到72万亿元。假设其中有20%具有融资需求，那么供应链融资潜在的业务规模就高达14万亿元。

电商平台兴起诞生一批新的核心企业。从最初的资讯门户，到现在的交易支付闭环平台，电商平台本身的日益完善和覆盖范围的拓展是过去二十年互联网本身蓬勃发展的一个缩影。在传统模式下，核心企业上游连接供应商，下游连接经销商，商流的载体是供应关系，往往限制在一个行业之内；在电商平台上，电商平台上游连接的是经销商，下游连接的是客户，商流的载体是两者之间的交易关系，可以实现多个行业的拓展。从行业内的供应关系到多行业的交易关系的拓展，使得电商平台成为不同以往定义的新型的核心企业。

线下流程线上化成为趋势。电商平台的兴起和供应链信息化程度的提升，使得供应链金融业务的发展速度和受重视程度与日俱增，从而诞生了在线供应链金融新的表现形式。伴随着电商平台的崛起和ERP系统云端化的趋势，在线供应链金融的发展，将逐步由传统的“ERP+银行供应链金融系统”的模式向互联网化的“供应链协同平台+线上供应链金融服务平台”和“产业电商平台+线上供应链金融服务平台”这两种模式演变。

平台交易数据沉淀衍生新的信用描述。在线上供应链金融模式下，电商的交易链中，大量的交易数据在交易实现的过程中得以有效地沉淀。同时，交易达成的本身，涉及到交易双方线上资金流的转移支付和线下物流的流转，这些三流合一的交易关系也逐渐由以前的票据描述过渡到现阶段的数据描述，传统的线下交易流程逐渐被线上化和线上映射化。在此基础上，依据数据对融资方实现信用评估进而实现过程的风险定价成为可能。新的风险定价模式改变了传统只依赖三张表对企业的财务描述，综合了三流合一更全面的动态信息，实现了对企业本身的信用增强。

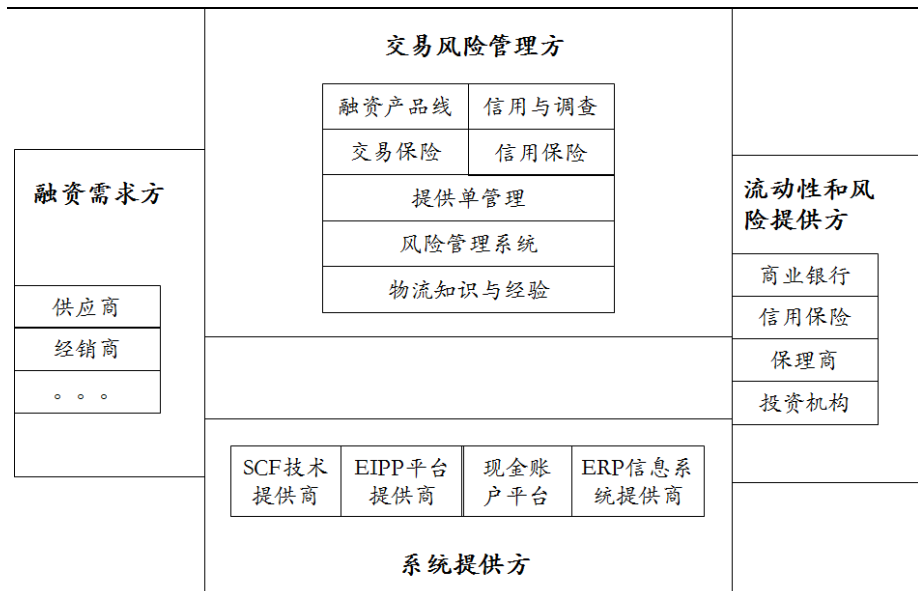
对企业的信用增强提供了新的风险定价基础。电商平台由于掌握了平台商家完整的信息流、资金流和物流信息，就具备了一定的衡量商户还款能力和还款意愿的能力。在这个过程中，实现了融资方的信用增强，从而为解决金融业务中核心的风险定价提供了良好的支撑。同时，对企业本身更多方面的信用衡量也使得金融服务范围大幅扩大，传统模式下由于信用无法准确衡量的小微企业因此存在被纳入服务范围的可能。从而使得更多的融资需求得到满足，金融服务的结果得到优化。

供应链金融的生态体系主要有四类参与者。除了供应链买卖双方之外，还有平台提供商、交易风险管理方以及流动性和风险提供方。目前我国流动性和风险提供方主要以商业银行和保理公司为主。

系统提供方是应用和基础设施服务的提供主体。通过诸如电子账单的呈现与传递，促进订单、票据等文件在供应链买卖双方和金融机构之间的交换与信息整合，从而使各参与方能及时了解供应链交易的过程与信用。其主要两大职能：一是提供电子票据的呈现与传递平台；二是提供开票、信用证管理和文件管理等操作过程。

交易风险管理方通过风险分析为流动性提供方提供决策支持。交易风险管理方整合物流、交易等相关数据，验证数据、分析数据并且呈现数据，从而促进供应链中金融活动的顺利展开。其风险管理是对融资需求方的还款能力的有效衡量，而融资方的还款意愿则还主要依赖于业务流程设计中的策略保障。主要参与者以供应链中的核心企业、第三方物流企业为主。

图 32：供应链金融的主要参与方



资料来源：《供应链金融》，宋华，光大证券研究所

2.3.3、互联网医疗：政策支持发展迎来新机遇

中国医疗服务行业面临看病难、看病贵以及服务质量有待提高的明显痛点，信息化程度还有显著提升空间。看病难主要由供需不平衡造成，供需不平衡分为绝对供需不平衡和相对供需不平衡，绝对不平衡由地区医疗资源分布差异、不同等级医院服务质量差异产生，相对不平衡由患者追求名医专家、小病大看的心理造成。看病贵指的是个人对医疗费用承担比例过高，目前主要的支付模式为基本医保、自费和商业健康保险。而服务质量是中国医疗服务长期的痛点，即便在发达国家也面临同样的问题。按照卫计委的数据 2015 年我国医疗信息化的支出在整个医卫支出占比仅 0.79%左右，低于发达国家超过 3%-5%的水平。

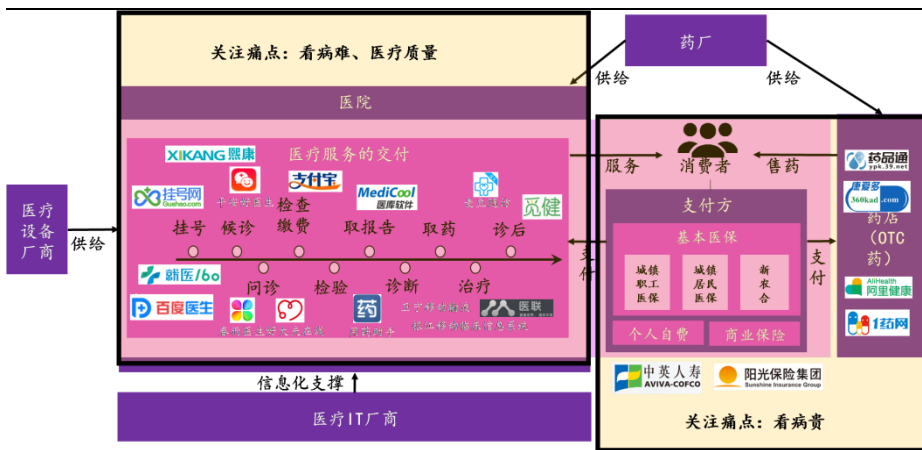
政策驱动医疗信息化新一轮的成长机遇。2018 年 8 月医政医管局在《关于进一步推进以电子病历为核心的医疗机构信息化建设工作的通知》中明确表示：到 2019 年，各地市辖区内所有三级医院要达到电子病历应用水平分级评价 3 级以上，即实现医院内不同部门间数据交换；到 2020 年，要达到分级评价 4 级以上，即医院内实现全院信息共享，并具备医疗决策支持功能。医疗机构主要负责同志是电子病历信息化建设的第一责任人；医务部门作为牵头部门，统筹其他部门确保电子病历信息化建设服务临床工作。

以信息化为基础，互联网医疗优化医疗服务解决看病难题。互联网医疗是以互联网为载体、以通讯/移动技术、云计算、物联网、大数据等为手段，

与传统医疗健康服务深度融合而形成的一种新型医疗健康服务，使之更有效满足医疗各方的需求，拓宽消费者的医疗资源通路和便利使用，提高医疗服务方交付的效率和质量，帮助医疗支付者进行控费等。互联网医疗对缓解医疗痛点进行了大量积极有意义的探索：

- 看病难：如医院 O2O 平台(挂号、问诊等)。
- 看病贵：如在线问诊、健康管理(可穿戴设备等)。
- 医疗质量：如医疗资讯平台、行医辅助 APP 等。

图 33：针对医疗领域难题，互联网医疗进行了大量有益探索



资料来源：光大证券研究所整理

监管政策更为宽容。2018 年 7 月，卫健委发布《关于深入开展“互联网+医疗健康”便民惠民活动的通知》，文件提出围绕居民健康服务需求所涉及的全部环节推出“互联网+医疗健康”便民惠民 30 条举措，鼓励互联网+医疗的发展。2018 年 4 月 28 日国务院印发了《国务院办公厅关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》政策文件，文件从健全“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则做了详细规定。与此前的《关于征求互联网诊疗管理办法(试行)》(征求意见稿)对比可见，此次政策相比《征求意见稿》里的限制做了大程度放宽和支持鼓励的态度，从严监管到明确支持并对于支撑体系落地也做了明确规定，是互联网医疗政策的重大转折与纲领性的指引。

互联网医疗迎来发展新机遇。政策更为宽容，并对医疗服务、医药电商、健康管理、人工智能辅助医疗诊断、医保支付与控费等各领域都是明确支持鼓励创新的态度，首先对于“互联网+医疗健康”领域已布局的企业将形成明显利好，政策的不确定性消除，领先优势将更为稳固；其次支撑体系建设的加快、时间节点的明确规定将带来信息化系统投资的增加，利好行业内的相关信息系统及服务提供商。第三对于人工智能等新技术、AI 辅助诊断等新模式持明确支持，相关企业也将受益。

3、安全可控深入

安全和自主可控是重要国家战略，必将长期战略持续投入。由于历史原因，我国在 PC 整个产业链的核心环节几乎完全依赖进口；到智能手机时代，虽然在部分领域有所追赶，但核心环节差距依旧明显。信息技术的应用普及，互联网和移动互联网成为社会运行的底层基础设施，PC 和智能手机成为用户接入数字世界的入口，地位超然且影响面广。中兴事件的爆发更是让举国有切肤之痛，核心技术的进口依赖始终将成为悬在头顶的达摩克利斯之剑，自研道路是不容商量没有退路的必然选择，这也将带来安全自主可控持续数年的行业机遇。

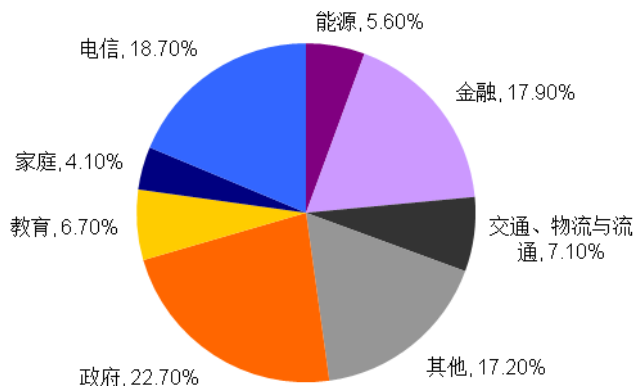
3.1、信息安全：政策与新技术驱动高增长

政府、金融和电信三大行业占了信息安全的下游客户的 60%，整体行业发展受政策影响比较大。棱镜门之后，我国成立中央网络安全和信息化领导小组，信息安全已经上升到国家战略，多项政策出台支持信息安全产业发展。我国信息安全投入远低于发达国家，未来提升空间巨大。2017 年信息安全市场规模达到 409.6 亿元，随着等保 2.0 等政策的推动，未来几年行业增速可期。行业趋势：1、信息安全服务市场加速；2、新技术催生信息安全新需求。关注细分领域龙头且在新兴安全领域布局优先的企业。

3.1.1、政策上长期利好信息安全产业发展

信息安全以政府和大型国企投资为主。目前，我国信息安全产业链中，下游客户主要为政府部门、电信、金融、能源等信息化程度高且对信息较敏感的行业。而在投入来源中，政府领域的信息安全投入占比最大，接近三分之一，其次是电信（18.7%）和金融（17.9%）领域。信息安全以政府和大型国企投资为主，企业投入占比较低，这是因为信息安全的投入对于公司而言并不产生直接经济效益，主要起到防御作用，只有出现网络安全事件的时候才能凸显其价值。

图 34：信息安全下游行业需求分布（2016）



资料来源：CCID

棱镜门之后，我国把网络信息安全已上升到前所未有的地位。“棱镜门”事件爆发之后，信息安全的战略地位越来越高。十八届三中全会决定成立国家安全委员会，将国家安全提高到前所未有的地位。2014年2月，中央网络安全和信息化领导小组成立，标志着信息安全已经上升到国家战略。2017年6月《中华人民共和国网络安全法》开始实施。网络安全法最重要的意义在于把网络安全工作以法律形式提高到了国家安全战略的高度。网络安全法将长期利好信息安全行业。

国家出台了大量相关政策支持信息安全产业发展。“十五”、“十一五”、“十二五”、“十三五”连续四个五年规划均将信息安全保障体系建设列为重要内容；并在《信息安全产业“十二五”发展规划》和《软件和信息技术服务业发展规划（2016—2020年）》对信息安全的产业规模和发展方向做了明确的政策指引，提出到“十三五”末信息安全产业规模达到**2000亿元**，**年均增长20%以上**，远超全行业平均13%的增速。未来行业发展可期。

表 8：近年来我国信息安全相关策略不断出台

时间	文件名称	发文单位	涉及内容
2011年12月	《信息安全产业“十二五”发展规划》	工信部	到2015年，我国信息安全产业规模突破670亿元，保持年均30%以上的增长速度，占信息产业的比重稳步提高。
2016年3月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	全国人大	统筹网络安全和信息化发展，完善国家网络安全保障体系，强化重要信息系统和数据资源保护，提高网络治理能力，保障国家信息安全。积极发展信息安全产业。
2016年12月	《国家网络空间安全战略》	国家互联网信息办公室	提出要加强网络安全工作，推广使用安全可控产品；要把有关个人信息保护的法律责任、法律要求落实到企业、机构；采取一切必要措施保护关键信息基础设施及其重要数据不受攻击破坏。“没有网络安全就没有国家安全”。
2017年1月	《软件和信息技术服务业发展规划（2016—2020年）》	工信部	首次明确提出信息安全产品纳入目标中，提出到“十三五”末达到 2000亿元 ， 年均增长20%以上 ，远超全行业平均13%的增速。
2017年6月	《中华人民共和国网络安全法》	全国人大常委会	这是我国第一部网络安全的专门性综合性立法，从此相关工作将进入有法可依、强制执行的阶段。该法提出指定网络安全战略，明确网络空间治理目标，强化了网络运行安全，同时也将催生一个不断扩大的网络安全市场空间， 产业投入和建设也将步入持续稳定的发展轨道。
2018年3月	《关于推动资本市场服务网络强国建设的指导意见》	网信办和证监会	充分发挥资本市场作用，推动网信企业加快发展。加强政策引导，促进网信企业规范发展。

资料来源：工信部、国务院等政府网站，光大证券研究所

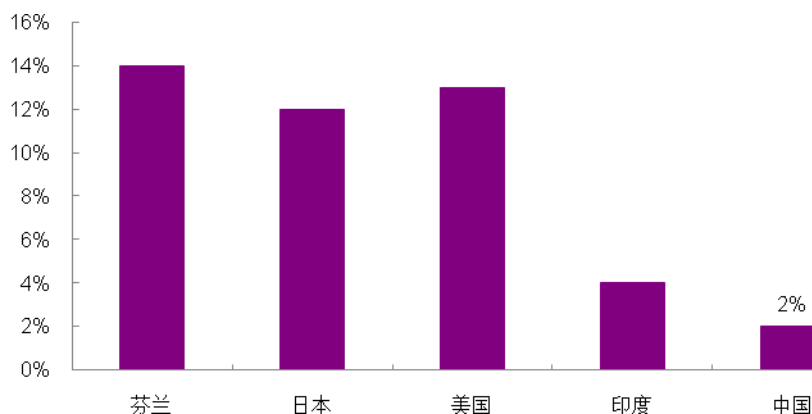
3.1.2、市场空间大，子领域集中度有望进一步提升

我国信息安全投入不足，未来提升空间巨大。2017年信息安全市场规模达到409.6亿元，随着等保2.0等政策的陆续出台，未来几年行业增速可期。

a、我国信息安全投入不足，经济损失位居全球第一

我国企业信息安全投入不足。根据IDC的数据，2014年，我国信息安全投入占总IT投入比例距发达国家尚有至少6、7倍差距，我国信息安全投入占整体IT投入仅为2%左右，远低于欧美成熟市场10%左右的水平。随着国家战略的逐步落地，投入占比将逐渐向成熟市场看齐。

图 35：我国信息安全投入占 IT 总投入比例和发达国家对比

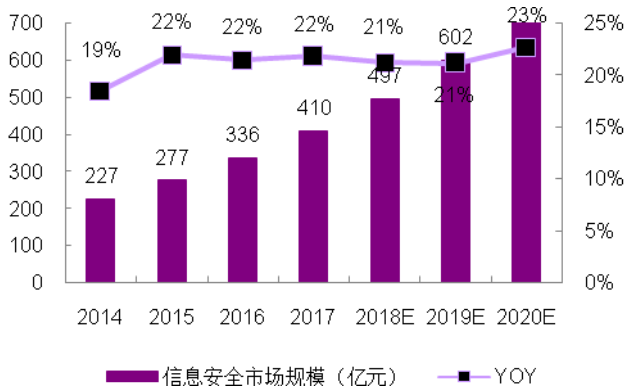


资料来源：IDC，2014 年

b、市场空间大，行业还将保持快速增长

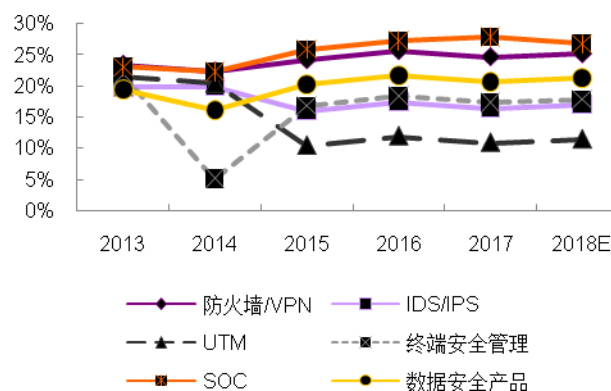
我国信息安全行业市场规模增速有望保持 20% 以上。近年来，网络安全威胁事件频发，网络罪犯造成的经济损失快速增多，损失量位居全球第一。持续增长的网络威胁促进我国信息安全产品的快速发展。根据赛迪顾问的数据，2017 年，中国的网络信息安全市场达到 409.6 亿元，同比增长 22%，高于全球增长率 7.9%。鉴于我国信息安全投入比例较低且相关政策的持续推动，国内网络信息安全市场前景可观，据赛迪顾问预估，2018-2020 年国内网络信息安全市场呈持续高速增长，增长率都保持在 20% 以上。

图 36：中国网络信息安全市场规模与增长率



资料来源：CCID，2017-2019 年数据为赛迪预测

图 37：部分子领域规模增速及预测



资料来源：CCID，2016-2018 年数据为赛迪预测

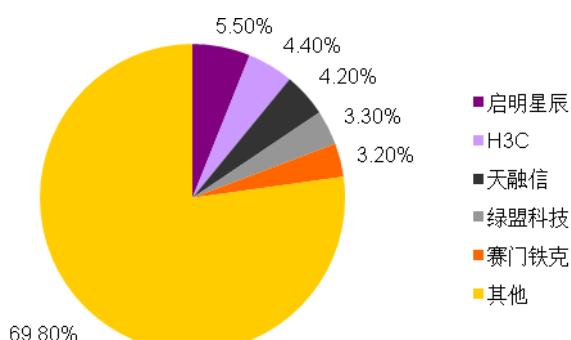
c、子领域集中度有望进一步提升

信息安全行业参与者众多，市场集中度提升趋势不明显。我国从事信息安全行业的企业比较多，其中市场份额靠前的公司包括启明星辰(占比 5.5%，2015 年)、H3C、天融信、绿盟科技、赛门铁克、华三、360 企业安全、华为等企业。根据信息安全 14-16 年的统计，CR1 稳步增加，CR10 波动增加，CR5 波动下降，市场集中度提升趋势不是很明显。

成熟产品市场集中度高，新兴市场集中度低，对比全球市场仍有一定的提升空间。2016 年各细分领域中，成熟市场集中度比较高，如安全管理平台（SOC）、IDS/IPS 和 UTM 市场相对集中，前 5 家厂商已占据 40%-70% 的市场份额，且龙头已占据 15% 以上的份额。但是防火墙/VPN 的集中度较低，CR1、CR5 仅 9% 和 28%，未来提升空间巨大。新兴市场普遍集中度较低，数据安全产品、终端安全和服务市场龙头的市占率都在 15% 以内，前 5 家厂商仅占有 20%-30%。

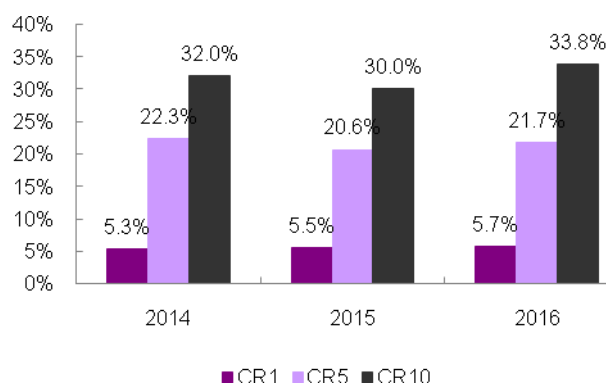
根据 IDC 的数据，2013 年全球防火墙/UTM 市场和 IDP 市场前五名的份额分别是 65.6% 和 72.2%。相比全球市场，我国子领域集中度仍有一定的提升空间。

图 38：我国信息安全主要厂商的市场份额（2015 年）



资料来源：赛迪顾问

图 39：信息安全行业竞争格局分散



资料来源：赛迪顾问，光大证券研究所

表 9：信息安全主要细分领域及其主要竞争厂商

产品类别	2016 年占总市场的比例	主要厂商	CR1	CR5
安全产品	防火墙/VPN	天融信（9%）、网神、东软、启明星辰、卫士通	9%	28%
	IDS/IPS	启明星辰（17.2%）、天融信、绿盟科技、华为、东软	17.20%	47%
	UTM	启明星辰（25.6%）、东软、天融信、绿盟科技、蓝盾股份	25.60%	43%
	终端安全管理	北信源（15%）、启明星辰、汉邦、联软、蓝盾股份	15%	26%
	安全管理平台（SOC）	启明星辰（21.7%）、天融信、网神、东软、IBM	21.70%	67%
	数据安全产品	启明星辰（9.3%）、绿盟科技（亿赛通）、天融信、神州泰岳、时代亿信	9.30%	29%
	内容安全管理	亚信安全、任子行、时代亿信、360	-	-
身份管理与访问控制	吉大正元、卫士通、格尔软件、天威诚信、信安世纪	-	-	
安全服务	安全集成、安全运维和安全咨询三大类	绿盟、天融信、网神、启明星辰、安氏领信	7.20%	22%

资料来源：CCID，光大证券研究所

3.1.3、行业趋势：安全服务市场加速，新技术催生信息安全新需求

传统信息安全市场（如防火墙、SOC、IDS/IPS 等）行业未来还将保持 20% 左右的速度稳健增长，爆发式增长的可能性比较小，而且传统信息安全市场参与者相对稳定，未来发展上更加利于有渠道和产品优势的龙头企业。

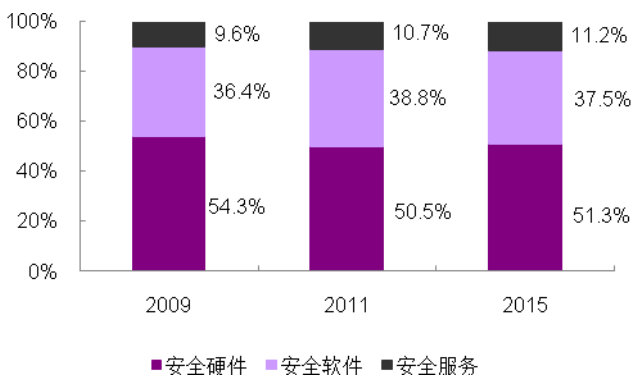
云计算、物联网、大数据的快速发展催生了新的安全需求，新兴安全领域不断涌现，与传统安全领域不同的是，新兴安全领域尚处于发展初期，成长迅速且机会较多。此外，随着网络空间的复杂化和企业安全人才的缺乏，安全服务市场份额有望不断提高。

a、安全服务市场加速

目前中国网络信息安全市场仍是以硬件为主，2015 年占比达 51.3%，其次是安全软件和安全服务分别占 37.5%和 11.2%，其中安全服务中安全集成和安全咨询占 90%的市场份额。值得一提的是，虽然信息安全硬件市场占比最大，但是市场规模占比持续下跌，由 2009 年的 54.3%下降到 2015 年的 51.3%。相比之下，全球信息安全市场却以安全服务市场为主，2016 年，安全服务占全球整体市场的 60%，而安全服务市场中各子市场基本各占 1/3。

网络安全服务市场加速。随着中国信息产业和网络技术的发展，传统的网络信息安全产品难以满足日益变化的复杂的网络空间，中国的信息安全产品行业必将向国际看齐，由硬件为主转换为以服务为主，安全服务是长期发展方向，安全人才短缺是这一转折的关键原因之一，并且在有限的时间内，尚看不到人才缺口得到较好弥补的可能。新形势下，产品和服务的联动更加紧密，安全服务逐渐从配合产品的辅助角色，转变成为安全产品发挥最佳效用的必要条件。

图 40：部分年份中国信息安全各细分领域市场份额



资料来源：赛迪顾问，光大证券研究所

图 41：2016 年全球信息安全产品结构



资料来源：Gartner，光大证券研究所

b、新技术催生信息安全新需求

新技术催生信息安全新需求。云计算、大数据、移动互联网、工业互联网等新技术、新应用和新模式的快速发展，对网络安全提出了新的要求，拓展了安全产业的发展空间。例如，云计算的广泛应用引入了**虚拟化安全**、**云安全**等概念，大数据的快速发展使得**数据安全**的需求增长，工业互联网的演进让**工业网络安全**成为新的焦点。同时，新的安全威胁也进一步拓展了网络安全的范畴，例如利用物联网终端发起攻击、车联网安全等。网络安全产业的范畴将随着网络安全保障需求不断延伸扩展，这对于传统的信息安全市场来说是一块增量市场。

云安全：根据 CCDI 的报告，2014-2016 年我国云安全市场规模分别为 9.8 亿元、12.8 亿元和 18.2 亿元，同比增速分别为 21.3%、30.6%和 42.2%，行业呈现爆发式增长趋势。阿里云、华为、腾讯云、360 企业安全等厂商竞争力靠前。

威胁情报：根据安全牛的估算，2017 年威胁情报的各种形态带来的收入为 5 亿到 8 亿元，约占整个安全市场的 1.25%到 2%。预计到 2020 年，威胁情报市场的规模有可能超过 12 亿元，复合增速在 24%左右。360 企业安全、思科、绿盟等厂商市场份额领先。

态势感知：根据安全牛的统计，2017 年国内态势感知市场规模约计 20 亿人民币，占整个安全市场的 5%左右，预计到 2020 年，态势感知市场将达到 50 亿元左右，复合增速高达 36%。360 企业安全、安恒信息、华为、绿盟等厂商竞争力靠前。

数据安全：数据安全起步较早，2017 年数据安全市场规模达 21 亿元，同比增长 21%，随着大数据产业的快速发展将催生数据安全需求不断增加，预计数据安全未来还将保持 20%以上增速增长。竞争格局方面，启明星辰、绿盟科技、天融信、神州泰岳和时代亿信等企业市场份额排名靠前。

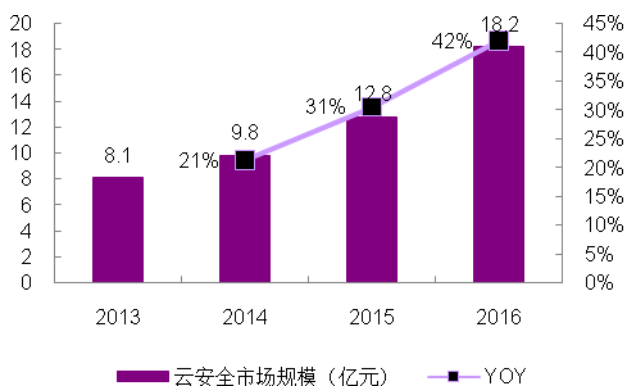
工控安全：预计 2018 年国内市场工控安全市场将达到 4.4 亿元，占全国信息安全市场规模的比重仅为 1%左右，仍处于市场导入期。随着未来几年在国家政策的持续推动，我国工控安全市场逐步升温，并有望在未来 3~5 年进入快速成长期。

表 10：新兴技术领域主要国内外厂商

新兴领域安全技术		国外厂商	国内厂商
云安全	流量分析、恶意样本分析、虚拟化安全等	趋势科技、迈克菲、卡巴斯基、Cisco、英特尔、EMC、亚马逊、谷歌等	阿里、腾讯、百度、华为、山石网科、杭州安恒、网康科技、360、绿盟科技、启明星辰
数据安全	数据加密、自然语言处理、数据挖掘与聚类分析等	赛门铁克、迈克菲、趋势科技、RSA 等	启明星辰、天融信、绿盟科技、神州泰岳、时代亿信、明朝万达、中国软件、中电长城网际、上海观安、360、亿阳、鼎普等
APT 攻击检测与防护	网络流量分析、恶意样本分析、关联分析、网络及终端取证等	FireEye、Bit9、趋势科技、RSA 等	360、阿里（瀚海源）、安天、知道创宇、绿盟科技、金山安全等
威胁情报分析及安全态势感知	爬虫技术、关键字匹配、威胁数据分析、机器学习、可视化、社会工程学等	戴尔、赛门铁克、迈克菲、FireEye、RSA 等	360 企业安全、绿盟、安恒信息、安天、微步在线等
工控安全（或者物联网安全）	兼容协议、轻量级设备、攻击识别、基础防护等	GE、西门子、英特尔、AT&T 等	威努特、和利时、浙大中控、四方继保、力控华康、南京自动化、三维力控、北京亚控；绿盟、启明星辰、天融信、中科网威、匡恩网络等
移动安全	移动 APP 安全、移动终端安全、移动业务安全	Check Point、趋势科技、赛门铁克等	360、亚信安全、腾讯、百度等

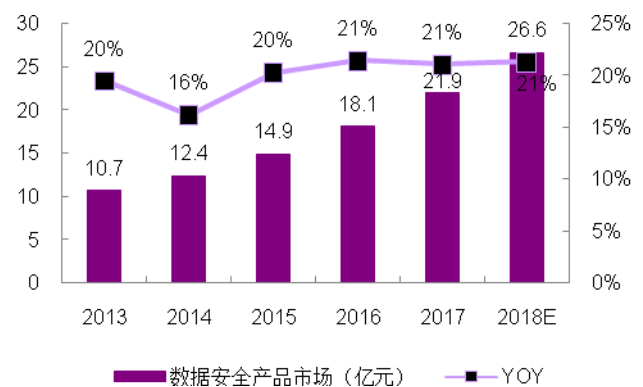
资料来源：中国信息通信研究院

图 42：我国云安全市场规模



资料来源：CCID

图 43：我国数据安全市场规模及预测



资料来源：CCID 预测

3.2、自主可控：长期战略投入

中美贸易摩擦持续发酵，直指高科技领域，叠加此前的中兴事件和近期美国副总统彭斯的讲话，贸易摩擦对中国形成了相当大的挑战。在当前复杂的国际环境下，为避免关键技术的供应链风险和国家安全风险，在党政军和关系国计民生市场对自主可控需求增长，在该领域布局领先的企业有望优先受益。

3.2.1、贸易摩擦持续发酵推动自主可控需求增加

贸易争端不断发酵，直指高科技领域。自美国对中国商品发动“301 调查”以来，特朗普政府已先后出台了多项关税政策，试图对我国航空航天、信息通信技术、机器人等领域加征关税，目前涉及金额 2500 亿美元，未来还可能将税率提高至 25%，主要针对高科技领域。叠加此前的中兴事件和近期美国副总统彭斯的讲话，贸易摩擦对中国形成了相当大的挑战。

表 11：近期中美贸易摩擦持续发酵

时间	措施
2017 年	8 月 18 日 美国对中国发起“301 调查”，判断中国有关技术转让。只是产权和创新的法律或政策是否对美国企业造成歧视
2018 年	1 月 对进口太阳能组件、洗衣机征税，税率分别为 30%、20%
	3 月 22 日 发布总统备忘录，将从限制中国企业对美投资并购、对中国商品大规模征收关税、向世界贸易组织提起诉讼三方面对华进行贸易制裁 对从中国进口的 600 亿美元商品加征关税，并限制中国企业对美投资并购。将对航空航天、信息通信技术、机械等产品加收 25% 的关税。 美国对华加征关税产品清单的公示天数将从 30 天延长至 60 天
	4 月 4 日 公布基于“301 调查”清单，包含大约 1300 个独立关税项目，建议税率为 25%，总额涉及约 500 亿美元中国出口商品，主要涉及航空航天、信息和通信技术、机器人和机械、医药等行业。 考虑对中国商品征收 1000 亿美元额外关税。
	4 月 16 日 美商务部发布向中兴禁售高端软件和零件决定，为期 7 年
	4 月 17 日 禁止移动运营商使用联邦补贴购买中国企业生产的任何电信设备，包括华为科技有限公司和中兴通讯公司在内。 对产自中国的钢制轮毂产品发起反倾销和反补贴调查(即“双反”调查)。当天，美商务部还初裁从中国进口的通用铝合金板存在补贴行为。
5 月 22 日 美国将取消中兴通讯销售禁令，根据讨论的协议维持其业务	

	24日	美以国家安全为由禁止美国联邦政府采购某些 中国制造商供应的视频监控设备 ，海康威视、大华股份被列入其中。除此之外，中兴通讯、海能达等电信公司也被列入禁止交易名单之中。
6月	6日	中兴通讯公司已与美国签署一项原则性协议，将取消美国商务部针对该公司向美国供应商采购零部件的禁令，从而使得该公司恢复业务运营。作为条件，协议里也列出了对中兴的 处罚措施 。
	15日	美将对价值 500亿美元的中国高科技及工业产品 加征 25% 的关税的清单。对第一批 340亿美元 产品开始征税的日期是 7月6日 。另外 160亿美元 产品将被审议。
	18日	拟对 2000亿美元 中国商品加征 10% 关税；如果中国继续反击，美国将对额外 2000亿美元 中国商品追加额外关税。
	19日	美参议院通过恢复中兴通讯销售禁令法案
7月	2日	暂时、部分解除对中兴通讯公司的出口禁售令。
	6日	美国对第一批清单上 818个 类别，价值 340亿美元 的中国商品加征 25% 的进口关税
	11日	美贸易代表办公室公布对额外 2000亿美元 中国输美产品加征 10% 关税的清单，涉及 行李箱、轮胎、猫狗粮、电视机元件 等广泛领域。
	12日	美国已经与中国中兴公司签署协议，取消近三个月来禁止美国供应商与中兴进行商业往来的禁令，中兴公司将能够恢复运营，禁令将在中兴向美国支付 4亿 保证金之后解除。
	28日	美国国会参议院 26日 通过口头表决一致通过一项《综合关税法》，同意降低超过 1600种 进口商品的关税。其中近一半商品来自中国。
8月	1日	美商务部制裁名单 新增44个中国高科技实体
	2日	美贸易代表声明拟将加征税率由 10% 提高至 25%
	8日	美贸易代表办公室正式公布对 160亿美元 中国商品加征 25% 关税清单。清单包括 279种 产品， 绝大多数为半导体及相关产品 ，比6月15日公布的拟清单减少 5个

资料来源：搜狐网，光大证券研究所

3.2.2、习近平主席多次强调实现核心技术的自主可控

棱镜门事件后，政府对自主可控越来越受重视。在2013年爆出的棱镜门事件中，美国NSA和FBI直接进入微软、雅虎、谷歌、苹果等在内的9家国际网络巨头的中心服务器，监控世界各国网络用户的隐私数据，甚至包括盟国领导人。自棱镜门事件之后，政府加大对自主可控的重视程度。**中央层面**：十八届三中全会决定成立国家安全委员会，将国家安全提高到前所未有的地位。2014年2月，中央网络安全和信息化领导小组成立，标志着网络安全已经上升到国家战略。**政府机关层面**：2014年5月，国家采购中心要求政府机关不允许装Win8操作系统；2015年3月，苹果、Mcafee和思科等外国企业产品被删除在政府采购名单中，并且外国科技公司的产品数量下降1/3；2018年5月，在原有服务器等类别的基础上，增设了“国产芯片服务器”，国产芯片服务器首次进入政府采购名单。**其他**：2014年11月，银监会要求银行在2019年末安全可控信息技术使用率达到75%。政府对自主可控的重视将进一步推进自主可控行业的加速发展。

习近平主席多次强调实现核心技术的自主可控。自中兴禁售事件以后，习近平主席多次在重要场合强调核心技术的自主可控。2018年5月，习近平在两院院士大会上表示，要以关键共性技术、前沿引领技术、现代工程技术、颠覆性技术创新为突破口，敢于走前人没走过的路，努力实现关键核心技术自主可控，把创新主动权、发展主动权牢牢掌握在自己手中。除此之外，习近平主席在湖北考察烽火通信和7月的中央财经委员会也再次提及核心技术对于企业发展和国家安全都具备重要的意义。

表 12：近年来自主可控相关政策密集出台

时间	政策出处	政策名称或者发言人	具体措施
2014年2月	中共中央	中央网络安全与信息化领导小组成立	统筹协调涉及经济、政治、文化、社会及军事等各个领域的网络安全和信息化重大问题。
2014年5月	国家采购中心	《关于进行信息类协议供货强制节能产品补充招标的通知》	国家采购中心要求政府机关不允许安装 Win8 操作系统
2014年11月	银监会	《银行业应用安全可控信息技术推进指南》(317号文)	到 2019 年末安全可控信息技术使用率达到 75%
2015年1月	人民银行	《关于推动移动金融技术创新健康发展的指导意见》	优先采用自主可控产品
2015年3月	国家采购中心	——	政府采购名单调整，外国科技产品数量下降 1/3，删除苹果、Mcafee 和思科等外国企业，增加上千本土品牌。
2016年12月	国家互联网信息办公室	《国家网络空间安全战略》	网络安全是国家安全的核心；核心技术装备安全可控；建立实施网络安全审查制度，提高产品和服务的安全性和可控性。
2017年6月	全国人大	《网络安全法》	关键信息基础设施的运营者采购网络产品和服务，可能影响国家安全的，应当通过国家网信部门会同国务院有关部门组织的国家安全审查。这种国家安全审查制度要求在关键信息基础设施中使用的重要信息技术产品能够自主且安全可控。
2017年6月	中央网信办	《网络产品和服务安全审查办法》	虚拟化计算和存储在同一个平台进行管理，管理员在同一套平台进行性能、容量的监控，问题排查等运维工作。
2018年4月	网信办、证监会	《关于推动资本市场服务网络强国建设的指导意见》	充分发挥资本市场在资源配置中的重要作用，规范和促进网信企业创新发展，推进网络强国、数字中国建设。
2018年4月	湖北考察	习近平	习近平强调：具有自主知识产权的核心技术，是企业的“命门”所在。企业必须在核心技术上不断实现突破，掌握更多具有自主知识产权的关键技术，掌握产业发展主导权。
2018年5月	国家采购中心	——	服务器产品采购类别有了一大调整：在原有服务器等类别的基础上，增设了“国产芯片服务器”这一新的类别，其中包括龙芯 CPU 服务器、飞腾 CPU 服务器以及申威 CPU 服务器。
2018年5月	两院院士大会	习近平	习近平强调：要以关键共性技术、前沿引领技术、现代工程技术、颠覆性技术创新为突破口，敢于走前人没走过的路，努力实现关键核心技术自主可控，把创新主动权、发展主动权牢牢掌握在自己手中。
2018年7月	中央财经委员会	习近平	习近平强调：关键核心技术是国之重器，对推动我国经济高质量发展、保障国家安全都具有十分重要的意义，必须切实提高我国关键核心技术创新能力，把科技发展主动权牢牢掌握在自己手里，为我国发展提供有力科技保障。

资料来源：各政府网站，光大证券研究所整理

3.2.3、自主可控需要解决网信领域的供应链和安全风险

中兴事件充分暴露了我们网信领域的供应链风险和安全风险。

倪光南院士曾在“第十六届全国嵌入式系统大会”上指出，采用国外厂商的桌面操作系统可能会出现以下安全风险：1、被监控（如“棱镜门”）；2、被劫持（如“黑屏”）；3、被攻击（如病毒、木马）；4、被“停用”或“禁售”；5、证书、密钥失控；6、无法进行加固；7、无法打补丁；8、无法支持国产 CPU。

图 44：自主可控需要解决的风险



资料来源：光大证券研究所

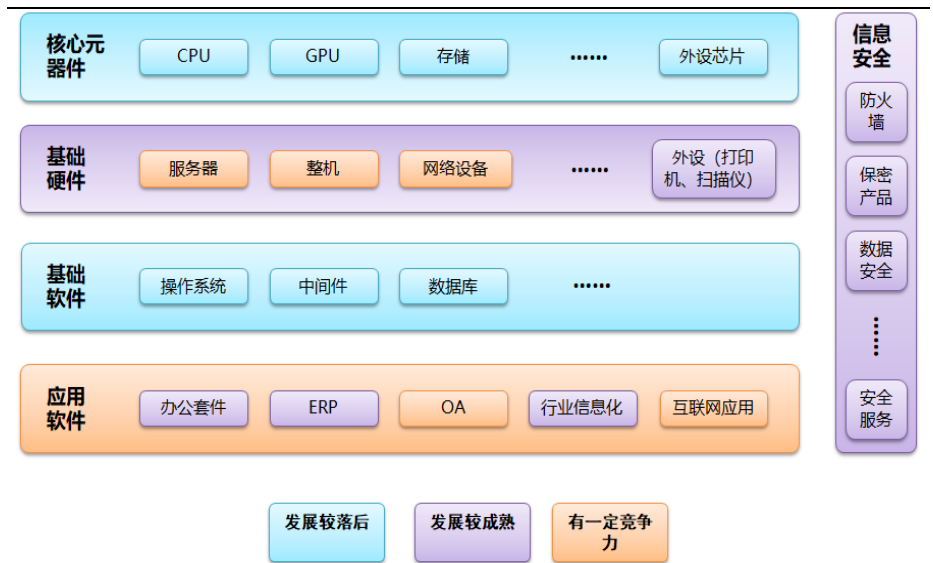
自主可控本质要求是打破国外公司在整个互联网架构上的垄断，并防范国外软硬件所隐藏的可能会影响国家安全的后门或者漏洞。通俗来讲，自主可控就是需要解决网信领域的供应链风险和安全风险，一方面要让自己掌握关键领域的核心技术，不会因为供应商“停机”和“禁售”等原因而使公司“休克”，另一方面，要加强网络安全建设，无论是对于当前技术水平无法完全替代国外产品的领域还是已经完成国产化替代的领域，都要加强网络安全建设，没有网络安全就没有国家安全，安全是国家发展的重要保障。

3.2.4、我国核心元器件和基础软件领域存在明显短板

我国网信领域总体技术发展较快，但在芯片和基础软件存在明显短板。网信领域技术新，发展快，人才作用大，中国有后发优势。中国网信领域总体技术和产业的水平在世界上居第二位，仅次于美国。受益于人口基数大和软件人才储备丰富，我们近年来互联网和新兴技术领域发展迅速，在这些领域我国存在一定的竞争力，但是我国却存在明显短板领域，如芯片和基础软件，容易受制于人。

根据 CCID 数据显示，2015 年，国产基础软件市场发展迅速，增长率为 12.78%，高出国内市场平均增幅 1.2%，国产基础软件的市场占有率总体保持在 5%~7% 左右，基础软件领域基本上被国外厂商垄断。

图 45：我国自主可控产业链及各品类竞争力



资料来源：光大证券研究所整理

3.2.5、政策是自主可控发展的催化剂

2013 年爆出的“棱镜门事件”使得国家对安全可控高度重视，2014 年初国家进一步明确了，为了保证国家的信息安全，要打造自主可控的操作系统。然而微软却于 2014 年 4 月 8 日停止对 Windows XP 系统提供官方技术支持，并通过多种方式频频提醒 XP 用户尽快升级系统到 windows 8⁶。考虑到 Win8 相比于此前的操作系统最大的区别就是系统底层从本地部署变成云端部署⁷，而且不开放源代码，存在一定的安全隐患。2014 年 5 月 16 日，中央国家机关政府采购中心发布通知，中央机关采购的所有计算机类产品不允许安装 window8 操作系统。在该政策的催化下，2014 年，Deepin、SPGnuX、中标麒麟、中科方德、优麒麟、阿里云等国产操作系统进入国家正版软件采购目录。基于国产 CPU 和操作系统的办公信息系统开展试点示范。2014 年以来，中国国产操作系统得到快速发展，中国国产 Linux 操作系统在 Linux 操作系统整体市场所占份额逐年提高。2014 年中国国产操作系统市场规模达到 3.26 亿元，比 2013 年增长 46.5%，远高于行业的 20% 的增速。

2020 年 1 月微软将停止对 Win7 技术支持（“停服”），迫使用户采用 Win10，Win10 不可控程度相较于 Win7 更加严重，对政府和重要领域构成一定的安全隐患，在此之前，我国有可能加速操作系统领域的国产化替代。

3.2.6、自主可控市场空间有多少

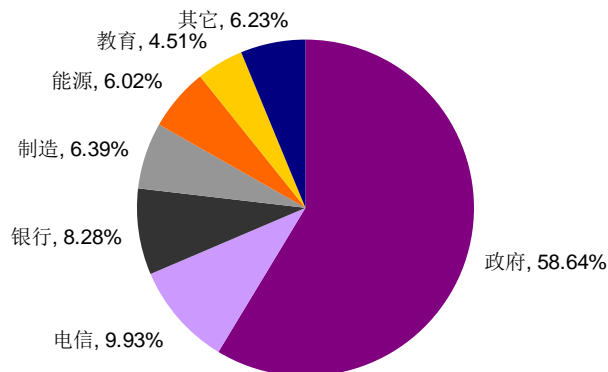
目前国产软件下游客户以政府为主，受政策影响比较大。根据赛迪顾问的调研数据显示，政府部门和各级事业单位是国产基础软件主要采购方，2015 年占到国产基础软件市场需求的 60% 以上，国产软件的需求受政策的影响比较大。其中，审计、税务、公安、工商、海关、医疗、服务等多领域的部署应用提升了国产基础软件的认可度和影响力。报告同时指出：银行、

⁶<http://www.yesky.com/451/37300451.shtml>

⁷<https://www.pc841.com/article/20140529-30081.html>

证券、保险、电信等关键行业的数据量大、对企业安全要求较高，将是未来基础软件大规模应用的重要领域。

图 46：2015 年中国基础软件市场行业结构



资料来源：CCID

市场空间测算：

对于整机市场：根据规划，2020 年“十三五”期间完成党政军市场的国产化替代，2020 年之后在国计民生行业推进，这一进程因中美贸易摩擦升级有望加速推进。根据 IDC 披露的数据，2017 年中国 PC 市场销售约 5360 万台，其中消费市场 2217 万台，商用市场出货 3116 万台。在商用市场中，政府出货量 360 万台，近年来出货量稳定增长；而在商用市场中，大部分大企业市场、政府和教育行业都是关系国计民生的行业，2017 年这一块的整体出货量 1430 万台，是政府市场的 4 倍。考虑到消费者市场目前在 PC 机的选择上还不是以自主可控作为指标，该市场短期不是自主可控 PC 机的目标市场。对于自主可控 PC 的价格，我们采用了政府采购网的协议价格，即 7000-13000 元/台。则自主可控整机市场党政军的每年的市场规模是 252-468 亿元，如果 2020 年之后在国计民生的行业推进，则每年的市场空间是党政军市场的 4 倍。

对于基础软件子市场空间：根据相关机构预测，到 2018 年，我国基础软件市场规模将接近 500 亿元⁸。而 2015 年国产基础软件的市场占有率总体保持在 5%~7%左右，未来随着国产化在党政军和国计民生行业不断推进，未来国产基础软件有望在 500 亿的市场里面不断渗透。

对于保密机和保密产品子市场空间：目前我国保密机存量市场为 300 万台左右，且搭载的操作系统以 Windows 为主，未来替换成国产机是大势所趋，按照 5 年的更换周期，每年的需求达 60 万台，假设每台涉密计算机的配套的保密产品价格是 1000 元，则保密机的市场空间在 60 亿左右，保密产品的每年空间在 6 亿左右。

⁸ <http://news.163.com/15/0401/09/AM3SGPB000014JB6.html>

图 47：2014-2017 年中国商用市场分行业 PC 出货量



资料来源：IDC 中国

图 48：2017 年我国大企业垂直细分行业出货量及增长率

细分行业	2016 PC出货量	2017 PC出货量	同比增长率
其他专业服务	238.0	281.7	18.3%
通信	355.9	377.9	6.2%
铁路交通	133.1	140.7	5.7%
电力	251.0	261.6	4.2%
其他交通行业	91.7	94.8	3.4%
医疗卫生	648.6	669.6	3.2%
其他行业	4,099.2	3,823.1	-6.7%
大企业市场PC出货量	5,817.5	5,649.4	-2.9%

资料来源：IDC 中国

表 13：自主可控整机市场预测

产品	预计售价 (元)	对比产品	参考售价 (元)	党政军市场空间(每年约 360 万台)	国计民生行业 (每年约 1430 万台)
整机	7000-13000	各品牌电脑	5000-10000 元	252-462 亿元	1008-1848 亿元
CPU	3000 元	Intel 酷睿 i5CPU	约 1400 元	108 亿元	432 亿元
操作系统	400 元	Win10 企业版/Windows Server 2016 标准版	1817 元/2900 元	14.4 亿元	72 亿元
办公软件	365 元	微软 Office365 或软件版	年费 540 元、软件版 1726 元	13 亿元	66 亿元
安全产品	合计 3000 元, 其中保密产品 1000 元	各品牌杀毒软件	300-1000 元	108 亿元	432 亿元
最大总体空间 (整机+安全软件)				570 亿元	2280 亿元

资料来源：IDC，光大证券研究所预测

注：国产整机价格来自于政府采购网

表 14：自主可控各产业链环节主要参与厂商

产业链环节	主要参与厂商
CPU	天津飞腾、龙芯、申威、紫光国芯、中科芯、华为海思
GPU	寒武纪、景嘉微
存储	浪潮信息、中科曙光、华为、长江存储、新华三、紫光西部数据
服务器	浪潮信息、中科曙光、华为、联想、航天科工
数据库	南大通用、山东翰高、武汉达梦 (中国软件)、人大金仓 (太极股份)、神州通用、航天昆仑
中间件	东方通、金蝶天燕 (太极股份)、中国软件
操作系统	中标麒麟 (中国软件)、天津麒麟、普华软件、红旗、元心
办公软件	中标普华 (中国软件)、金山办公、用友网络、金蝶国际、泛微网络、慧点科技 (太极股份)、万户网络 (华宇软件)
信息安全	启明星辰、中孚信息、天融信、绿盟科技、360 企业安全、深信服

资料来源：光大证券研究所

4、投资建议

4.1、投资思路

从自下而上精选战略龙头与低估值标的，自上而下优选高景气度子领域，两个角度挖掘投资机遇。细分板块看好产业互联网和安全自主可控方向。

- **战略龙头与低估值标的：**符合产业趋势构筑坚固壁垒的战略龙头将强者恒强，值得长期配置，推荐**用友网络、恒生电子**。前期高景气度有望持续，长期成长逻辑逐步兑现角度，推荐**辰安科技**。
- **产业互联网：**(1)随着公有云成本的下降，和以超融合为代表的私有云方案的成熟，企业所必须的计算和存储等基础能力将得到大幅满足，将给底层基础设施厂商带来良好的成长机遇，推荐**深信服**。(2)从生产力变革来看，人工智能技术跨过商业应用门槛，将给企业客户带来更好的生产工具，降本增效，推荐**科大讯飞**。(3)从细分领域应用来看，服务领域的机器替代人力大势所趋，新零售科技饱含机遇；推荐**新北洋**。供应链金融有效解决中小企业的融资难题，基于交易等数据的风控手段解决坏账率和线下尽调成本等难题，看好相关领域的潜在机遇，推荐**生意宝**。政策驱动医疗信息化和互联网医疗迎来新的成长机遇，推荐**卫宁健康和思创医惠**。
- **安全可控：**信息安全和自主可控是重要战略，必将长期战略持续投入。信息技术的应用普及，互联网和移动互联网成为社会运行的底层基础设施，PC和智能手机成为用户接入数字世界的入口，地位超然且影响面广。中兴事件的爆发更是让举国有切肤之痛，核心技术的进口依赖将始终成为悬在头顶的达摩克利斯之剑，自研道路是不容商量没有退路的必然选择，这将带来安全自主可控持续数年的行业机遇。推荐**中孚信息、中国长城、太极股份、南洋股份**。

表 15：重点推荐标的一览

证券代码	公司简称	当前价(元)	EPS(元)			PE(X)			投资评级	
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	评级	变动
600588.SH	用友网络	21.30	0.20	0.39	0.57	107	55	37	买入	维持
600570.SH	恒生电子	51.98	0.76	0.93	1.15	68	56	45	增持	首次
300523.SZ	辰安科技	59.50	0.63	1.54	2.30	94	39	26	买入	维持
300454.SZ	深信服	89.60	1.42	1.66	2.24	63	54	40	买入	维持
002230.SZ	科大讯飞	24.64	0.21	0.31	0.57	117	79	43	增持	维持
002376.SZ	新北洋	15.34	0.43	0.69	0.93	36	22	16	买入	维持
002095.SZ	生意宝	19.68	0.08	0.14	0.30	246	141	66	增持	首次
300253.SZ	卫宁健康	12.46	0.37	0.42	0.70	34	30	18	增持	首次
300078.SZ	思创医惠	9.94	0.16	0.28	0.35	62	36	28	增持	维持
300659.SZ	中孚信息	19.79	0.37	0.42	0.70	53	47	28	买入	维持
000066.SZ	中国长城	4.74	0.2	0.24	0.24	24	20	20	增持	首次
002368.SZ	太极股份	23.20	0.7	0.8	0.96	33	29	24	增持	首次
002212.SZ	南洋股份	11.12	0.37	0.48	0.6	30	23	19	增持	维持

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 12 月 28 日收盘价

4.1、用友网络：云业务持续高增长，逐季进入收获期

◆国内管理软件龙头，转型效果持续显现：

公司是国内管理软件龙头，搭建了软件、企业级互联网服务和互联网金融三大业务板块。其中软件是公司的传统优势领域，在国内企业管理软件市场拥有最大的份额和最多的客户。2013 年开始向软件云端化和金融服务领域转型布局。公司云服务业务包括云平台、领域云、行业云、畅捷通云和云市场五部分。公司 2018 年前三季度公司实现营收 45.48 亿元，同增 38.8%；实现归属于上市公司股东净利润 1.51 亿元，去年同期是-2.60 亿元，利润端持续改善。综合毛利率也有 2013 年的 62.29%稳步回升到 2018 年前三季度的 68.22%，转型效果持续显现。

◆云业务持续高增长，云服务生态融合发展

公司持续围绕软件业务、云服务和金融服务三大板块推进布局。2018 年前三季度软件业务实现收入 32.24 亿元，同增 19.2%；云业务实现收入 3.48 亿元，同增长 186.0%；支付服务收入 8,828 万元，同增 51.9%；互联网投融资信息服务收入 8.67 亿元，同增 120.9%；云业务维持接近 2 倍的高速增长，云业务表现抢眼，是公司增长最快的业务。截止 2018 年三季度，云服务业务的企业客户数 446 万家，其中累计付费企业客户数 32.45 万家，同比增长 39%，云市场入驻各类伙伴突破 1300 家，入驻产品及服务突破 2300 个，云服务生态融合发展。

◆战略稳步推进，公司逐季进入收获期

从三季报来看，公司依旧维持云业务高速增长，互金业务稳健成长，软件业务较快增长的经营态势。而在费用端，伴随公司收入高速增长，前期布局进入收获期，公司销售费用由 2017 年前三季度的 25.27%下降到 2018 年的 20.30%，管理费用率由 46.81%下降到 40.27%。受益于“企业上云”行动计划推动，以及公司下半年面向大企业的 NC Cloud 上市，伴随费用端持续改善，公司利润将逐季兑现。

◆投资建议：

维持公司 2018-2020 年归属上市公司股东净利润分别为 7.36 亿元、10.74 亿元、13.99 亿元，对应 EPS 分别为 0.39 元、0.57 元、0.74 元，维持“买入”评级。

◆风险提示：

公司新业务发展的不确定性；受经济形势因素影响而导致的部分企业 IT 支出放缓的风险。

表 16：用友网络业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5,113	6,344	7,940	10,370	13,986
营业收入增长率	14.87%	24.06%	25.17%	30.60%	34.87%
净利润(百万元)	197	389	736	1,074	1,399
净利润增长率	-39.03%	97.11%	89.23%	45.88%	30.26%
EPS(元)	0.10	0.20	0.39	0.57	0.74

ROE(归属母公司)(摊薄)	3.47%	6.65%	11.40%	15.40%	18.38%
P/E	205	104	55	38	29
P/B	7.1	6.9	6.3	5.8	5.3

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为2018年12月28日收盘价

4.2、恒生电子：国内金融IT龙头，政策带来新的增长点

◆国内金融IT龙头，背靠蚂蚁金服

公司是国内领先的金融IT软件和服务厂商，目前业务范围已经覆盖券商、期货公司、公募基金、信托公司、保险公司、银行、交易所、私募基金等多个金融行业，且多款产品多年来保持市场占有率的龙头地位，如券商核心交易系统（市占率48%）、投资管理系统（市占率70%以上）、信托的综合理财平台（市占率85%）。2015年蚂蚁金服获得公司20.72%股权，成为公司控股股东，蚂蚁金服的引入将进一步加大公司的技术优势。公司近年来业务快速发展，12-17年收入复合增速高达21.52%，归属于上市公司净利润复合增速为18.69%。2018年前三季度实现收入19.63亿元，同增18.93%；实现净利润3.61亿元，同增24.42%。

◆政策变化推进传统业务新需求

长期来看，我国金融机构IT投入相比全球领先机构仍有很大的差距，金融IT市场未来还将稳健增长。金融行业目前是所有行业IT投入最大的领域，市场空间大，公司整体市占率尚处于低位。短期来看，资管新规正在加速落地、科创板和沪伦通的有序推进有望为行业带来新的IT投入增量，而考虑到公司的龙头地位和股东的技术优势，预计传统业务将直接受益于行业长期需求增长和短期政策驱动带来的收入增长。

◆研发投入加速兑现，人员控制降低费用开支

公司长期以来紧跟技术趋势，加大研发投入，2017年的研发投入费用总计12.9亿元，占营业收入48.48%，除了传统业务外，主要投向于基于云计算、人工智能和区块链等新技术的创新业务。目前研发投入加速兑现，创新业务2017年营收同比增长71%，2018年前三季度同比增长64%。受下游行业景气度下滑影响，公司加大人员控制，2017年人数负增长，预计未来人员增速也将控制在合理区间，人员的控制将进一步降低费用开支和净利率的回升。

基于以下几点做出假设：

- 1、因18年下游证券和资管行业不景气，随着下游景气度提升和科创板、沪伦通、资管新规等政策催化，预计公司业务收入将逐年提升，假设经纪业务和资管业务18-20年收入分别增长15%、25%和30%。
- 2、因2018年有部分银行资管业务加入财富业务且近两年银行理财市场快速景气度尚可，预计18-20年收入分别增长20%、25%和25%。
- 3、交易所业务也受行情影响较大且非公司核心业务，预计18-20年该业务收入分别增长10%、15%和15%。

4、由于公司银行业务主要以银行外围系统为主，增长较为稳定，预计 18-20 年该业务收入分别增长 10%、10%和 10%。

5、受益于云计算和人工智能的快速发展，公司互联网业务快速增长，预计未来还将保持一个高速增长态势，预计 18-20 年该业务收入分别增长 50%、30%和 30%。

6、假设公司各项业务销售毛利率与 2017 年保持不变，受益于公司费用控制，预计公司净利率稳步提升。

表 17：恒生电子营收预测表（单位：百万元）

项目	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经纪业务	353	403	463	579	753
资管业务	644	858	987	1,233	1,603
财富业务	419	550	660	825	1,031
交易所业务	114	100	110	127	146
银行业务	341	310	340	374	412
互联网业务	162	277	415	539	701
非金融业务	137	169	186	205	235
合计	2,170	2,666	3,161	3,882	4,881
经纪业务		14%	15%	25%	30%
资管业务		33%	15%	25%	30%
财富业务		31%	20%	25%	25%
交易所业务		-12%	10%	15%	15%
银行业务		-9%	10%	10%	10%
互联网业务		71%	50%	30%	30%
非金融业务		24%	10%	10%	15%
合计		23%	19%	23%	26%

资料来源：wind，光大证券研究所预测

综上，我们预计公司 2018-2020 年实现营收 31.61、38.82 和 48.81 亿元。

◆投资建议：

看好公司作为金融 IT 龙头受益于长期需求和短期政策驱动行业增长和公司份额提升，预计公司 2018-2020 年收入分别为 31.61、38.82 和 48.81 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 5.72、7.11 和 8.98 亿元。相较于可比同市值体量的行业信息化龙头，公司 2019 年预测 PE 具备一定的估值优势；考虑到公司在金融 IT 的龙头地位和近期政策的变化带来的需求增加，相较于其他金融信息化企业业绩稳定性更好，给予一定的估值溢价，首次覆盖，给予“增持”评级。

◆风险提示：

政策落地不及预期，宏观环境导致金融创新力度收紧，公司产品不能及时满足客户需求，市场整体估值水平下降。

表 18: 恒生电子业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2,170	2,666	3,161	3,882	4,881
营业收入增长率	-2.49%	22.85%	18.58%	22.81%	25.73%
净利润 (百万元)	18	471	571	711	898
净利润增长率	-95.97%	2476.18%	21.21%	24.49%	26.28%
EPS (元)	0.03	0.76	0.92	1.15	1.45
ROE (归属母公司) (摊薄)	0.76%	15.33%	15.67%	16.33%	17.09%
P/E	1,756	68	56	45	36
P/B	13.4	10.5	8.8	7.4	6.1

资料来源: wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2018 年 12 月 28 日收盘价

表 19: 可比公司的 PE 比较

公司名称	收盘价		EPS (元)					PE (X)				CAGR -3/2017	PEG -2017	PB 17 年	市值 亿元
	12.28	17	18E	19E	20E	17	18E	19E	20E						
金融信息 化	金证股份	9.50	0.15	0.39	0.56	0.71	61	25	17	13	67%	0.9	4.4	81	
	赢时胜	11.04	0.28	0.39	0.55	0.73	39	28	20	15	37%	1.0	3.0	82	
	长亮科技	16.43	0.27	0.41	0.57	0.84	60	40	29	19	46%	1.3	4.8	53	
平均	-	0.24	0.39	0.56	0.76	54	31	22	16	50%	1.1	4.1	-		
行业信息 化龙头	卫宁健康	12.46	0.14	0.20	0.27	0.36	88	63	46	34	37%	2.4	6.7	202	
	石基信息	25.96	0.39	0.46	0.55	0.68	66	56	47	38	20%	3.3	3.3	277	
平均	-	0.27	0.33	0.41	0.52	77	60	47	36	28%	2.9	5.0	-		
恒生电子	51.98	0.76	0.93	1.15	1.45	68	56	45	36	24%	2.8	6.3	321		

资料来源: wind 一致预期, 恒生电子 EPS 为光大证券研究所预测数据

4.3、辰安科技: 应急安全龙头, 城市安全业务持续扩张

◆应急安全和城市安全双轮驱动

公司是国家应急安全龙头企业, 获得国家科学技术进步一等奖等多项荣誉, 先后承担国家级和近 30 个省、10 余个部门、200 余个地市区县级应急平台的建设, 市占率稳居行业第一。公司以合肥城市生命线监测系统为标杆案例, 持续进行异地项目拓展。近期中标武汉市“第七届世界军人运动会运动员村、铁人三项、定向越野安保及信息化建设项目”, 是公司核心能力应用拓展的落地案例, 后续更多城市及应用案例的落地值得期待。公司 2018 年前三季度公司实现营收 5.01 亿元, 同增 97.9%, 收入高速增长; 实现归属于上市公司股东净利润 8090 万元, 同增 49 倍, 业绩贴近预告上线。

◆新订单落地成长性更添保障, 城市生命线项目异地拓展仍有期待

公司目前正在实施尚未验收的合同金额总计近 20 亿元, 近期中标的武汉定向越野安保及信息化建设项目的合同金额占公司 2017 年营收超过 20%, 和在手合同为未来的成长确定性提供坚实保障。公司打造的合肥城市生命线监测系统标杆工程有效契合管理者通过信息化手段提升管理效果改善民生的诉求, 是城市在基础设施建设完善基础上提升市政管理效果的有效

手段。以合肥一、二期总规模超 10 亿对标，更多城市的异地扩张带来更长期可持续的增长潜力。

◆投资建议：

暂不考虑科大立安收购并表的影响，维持公司 2018-2020 年归属于上市公司股东净利润分别为 2.21、3.31、3.82 亿元，对应的 EPS 分别为 1.54、2.30、2.65 元/股，维持“买入”评级。

◆风险提示：

城市生命线项目异地拓展受阻，海外项目收入确认受不可控因素滞后，收购进展不顺利，海外收入较大受汇率波动影响的风险。

表 20：辰安科技业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	548	639	1,226	1,660	1,820
营业收入增长率	32.58%	16.61%	91.96%	35.46%	9.62%
净利润（百万元）	79	91	221	331	382
净利润增长率	2.00%	14.69%	143.10%	49.39%	15.60%
EPS（元）	0.55	0.63	1.54	2.30	2.65
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.98%	10.46%	20.63%	24.33%	22.80%
P/E	108	94	39	26	22
P/B	10.8	9.8	8.0	6.3	5.1

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 12 月 28 日收盘价

4.4、深信服：产品与市场双驱动，云业务打开新空间

◆不断探索自身边界，多领域市场领先

深信服成立于 2000 年，2002 年正式推出 IPSec VPN 产品进入安全市场，2013 年发布桌面云产品进入云计算市场，同年推出支持广告营销推送功能的企业无线产品进入企业无线市场，形成安全业务、云业务和企业无线业务三大板块业务布局。截止 2017 年底，公司安全业务的上网行为管理、SSL VPN 等产品国内份额第一，下一代防火墙国内份额第二。云业务的核心超融合架构 2017 年国内份额第三；企业级 WLAN 产品 2018Q1 市场份额第三。公司营收从 2014 年 9.50 亿元增长到 2017 年 24.72 亿元，3 年复合增长率 38%；实现归属于上市公司股东净利润由 2014 年 2.33 亿元增长到 2017 年 5.74 亿元，3 年复合增长率为 35%。2018 年前三季度公司实现营收 20.63 亿元，同增 32.8%，基本符合预期；实现归属于上市公司股东净利润 3.13 亿元，同增 14.7%，利润增速低于收入增速主要是因为研发投入加大。

◆产品与市场双驱动，差异化定位助力市场拓展

公司 2015-2017 年研发费用率均在 20%左右，高研发投入支撑公司不断探索业务边界。从安全起家到云业务和企业无线业务且均做到行业领先，在产品可用基础上对便捷性和客户体验的极致追求，均显示公司强大的产品能力。公司建立遍布全国的分销渠道，渠道代理贡献公司收入超过 95%，2017 年 5 万以下的订单占当年订单总量的 76.9%，中小客户为主且极度分散增强成长的稳健性，差异化定位加上强大的渠道能力助力市场拓展。

◆超融合架构生逢其时，云业务打开公司成长新空间

超融合架构通过软件定义融合计算、网络、存储等资源，基于分布式存储和虚拟化能力，带来交付更便捷、运维更简单、扩展性更好的 IT 基础设施搭建解决方案。在大数据及数据驱动业务决策的背景下，带来广阔的市场空间。2017 年中国超融合市场规模 3.79 亿美元，同比增长 115%，预计未来三年的复合增长率超过 50%。公司基于自身的超融合架构延伸出桌面云、企业云、分支云等企业端云解决方案，行业高景气度叠加公司产品及渠道优势，云业务收入超过安全业务收入将是大概率事件。

◆投资建议：

基于看好超融合市场潜力和公司的竞争优势，维持公司 2018-2020 年归属于上市公司股东净利润为 6.68、9.04、12.20 亿元，对应 EPS 为 1.66、2.24、3.03 元/股，维持公司目标价 111.90 元/股，维持“买入”评级。

◆风险提示：

超融合市场竞争加剧的风险，企业安全投入降低的风险。

表 21：深信服业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,750	2,472	3,455	4,739	6,276
营业收入增长率	32.70%	41.28%	39.73%	37.17%	32.43%
净利润（百万元）	258	574	668	904	1,220
净利润增长率	-21.96%	122.67%	16.44%	35.36%	34.98%
EPS（元）	0.64	1.42	1.66	2.24	3.03
ROE（归属母公司）（摊薄）	21.27%	32.95%	17.75%	19.65%	21.29%
P/E	140	63	54	40	30
P/B	29.8	20.8	9.6	7.9	6.3

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 12 月 28 日收盘价

4.5、科大讯飞：语音交互时代最受益标的

◆2018 年三季度报情况，报告期内实现营收 52.83 亿元，同增 56%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.19 亿元，同增 29.9%。预计全年净利润变动幅度为 0%-50%，基本符合预期。

◆国内语音合成龙头，深耕行业应用多点开花

公司是国内语音合成与识别的龙头企业，在全球语音市场份额为 6.7%，中文市场份额超过 50%。公司基于自身的技术实力积极拓展在教育、政府、汽车、电信等领域应用，从 2012 年至今营收一直保持 30% 以上的高速增长。2010 年公司推出全球首个智能语音交互云平台“讯飞语音云”，截至 2018 年 6 月，平台在线日服务量达 46 亿人次（同比增长 53%），合作伙伴达 80 万家（同比增长 114%），累计终端数达到 17 亿，围绕公司为核心的产业生态逐步构建。

◆高管增持彰显信心，长短逻辑兼备的战略标的

此前公司公告包括董事长在内的全部 9 名高管计划自三季度发布次日起增持公司股票合计不低于人民币 2500 万元，彰显管理层的态度和信心。作为国内在 AI 领域持续坚守和投入的龙头企业，在保持核心技术领先的同时，公司平台+赛道的战略持续推进，教育、司法、消费者等核心赛道近年均取

得亮眼增长，驱动公司收入高速增长。开放平台开发者、日均调用次数等数据翻倍增长，大幅降低创业者技术门槛，为生态打造奠定坚实基础。随着人员高速扩张结束，费用率将迎来改善，带来业绩的显著弹性。而在万物互联的物联网时代，语音交互将成为核心的交互手段之一，公司在行业深耕积累的经验 and 领先优势，开放平台打造的生态基础，多点开花将直接受益。

◆投资建议：

暂不考虑增发摊薄的影响，维持公司 2018-2020 年对应 EPS 分别为 0.31、0.57、1.13 元/股，维持“增持”评级。

◆风险提示：

智课产品推广不达预期的风险，费用率持续较高的风险，市场系统性风险。

表 22：科大讯飞业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	3,320	5,445	8,411	12,588	18,477
营业收入增长率	32.78%	63.97%	54.49%	49.66%	46.79%
净利润（百万元）	484	435	646	1,200	2,355
净利润增长率	13.90%	-10.27%	48.69%	85.63%	96.30%
EPS（元）	0.23	0.21	0.31	0.57	1.13
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.86%	5.63%	7.04%	11.77%	19.28%
P/E	106	119	80	43	22
P/B	7.3	6.7	5.6	5.1	4.2

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 12 月 28 日收盘价

4.6、新北洋：可转债助力新零售业务进一步成长

◆2018 年三季度：前三季度公司实现营收 17.96 亿元，同增 41.6%；实现归属于上市公司股东净利润 2.61 亿元，同增 36.1%；预计 2018 年度归属于上市公司股东净利润的变动幅度为 20%-60%，基本符合预期。

◆CIS+TPH 领先企业，可转债助力新零售业务进一步成长

公司是国内接触式图像传感器 CIS 龙头，热打印头 TPH 领先企业，基于在专用打印领域的技术优势，结合客户需求重点拓展在金融、物流、新零售等领域的具体应用。公司 2018 年 12 月 11 日公告拟发行可转债募资 9.37 亿元，其中 8.37 亿元将投向自助智能零售终端设备研发与产业化项目，1 亿元用于补充流动资金。按照自助售货终端保有量计算，我国平均每 2,366 人拥有 1 台，相比日本的 25 人/台和美国的 40 人/台，尚有非常大的提升空间。公司此次募资项目投产之后预计将带来 10 万台自助智能零售终端的年产能，将进一步扩大公司产能实力。

◆下游市场空间广阔，金融机具招标波动不影响长期成长性

公司基于热打印头和接触式传感等核心模块优势，拓展金融、物流、新零售下游应用市场，三大市场仅自动柜员机、智能快递柜、自动售货机三类目前公司主打自助产品都对应超百亿甚至千亿潜在市场。物流行业信息化水平持续提升，公司深耕行业经验和客户积累丰富，不断结合市场需求产品推

陈出新挖掘新的增长点。新零售市场公司具有一体化优势，随着更多潜在客户需求的挖掘，将带来更长期的成长潜力。公司前三季度金融机具业务收入增长放缓，估计主要是受银行招标进展的波动影响。金融行业通过自动化设备取代人力大势所趋，公司兼具核心模块和整机优势，短期波动不影响长期成长性。

◆投资建议：

维持公司 2018-2020 年归属于上市公司净利润分别为 4.20、5.77 和 7.39 亿元，对应 EPS 分别为 0.63、0.87、1.11 元/股。考虑到公司新零售业务的成长性，以及金融机具招标波动不影响长期趋势，维持“买入”评级。

◆风险提示：

物流行业新产品推进不达预期的风险，自动售货机市场竞争加剧的风险。

表 23：新北洋业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,635	1,860	2,775	3,643	4,738
营业收入增长率	35.03%	13.79%	49.15%	31.29%	30.04%
净利润(百万元)	227	286	420	577	739
净利润增长率	54.22%	26.11%	46.53%	37.49%	28.05%
EPS(元)	0.34	0.43	0.63	0.87	1.11
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.45%	11.12%	12.76%	15.30%	16.85%
P/E	45	36	24	18	14
P/B	4.2	4.0	3.1	2.7	2.3

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 12 月 28 日收盘价

4.7、生意宝：国内领先的 B2B 运营商，供应链金融业绩有望兑现

◆国内领先的 B2B 运营商，大宗商品供应链综合服务生态圈建设完备

公司是国内最大行业电子商务运营商和领先的综合 B2B 运营商，以化工和纺织等专业网站起家，逐步发展成为集信息流、物流、资金流为一体的综合服务商，并已基本打造了全球领先的“大宗商品供应链综合服务生态圈”，形成了全行业、全产业链上下游的“闭环”服务体系，从信息服务延展到交易撮合、融资、物流等方面。公司主要业务包括化工行业、纺织行业的商务资讯服务、网站建设和维护服务以及广告服务。公司收入由 2012 年的 1.6 亿元增长到 2017 年的 3.62 亿元，复合增速高达 17.74%。公司因低毛利率的化工贸易的收入占比提升导致整体毛利率下降，受其影响公司近年来净利润变化不大。2018 年前三季度公司实现收入 3.3 亿元，同增 24%；实现归属于股东净利润为 0.32 亿元，同比增长 56%，公司利润增长较快主要系供应链金融业务和 B2B 交易平台业务发展较快。

◆客户资源和数据优势铸就极高壁垒

基于公司旗下化工网、纺织网和医药网的数据资源，公司打造了数据服务平台生意社，现在已建成覆盖国民经济最上游的能源、化工、纺织、有色、钢铁、橡塑、建材、农副等八大领域数百个大宗商品的权威数据库群，成为跟踪、分析和研究大宗商品的权威机构，数据具备极高的壁垒。从 1997 年成立以来一直专注于 B2B 电子商务，目前公司已直接运营上百家行业网站，为近万家企业提供代理运营企业独立网站，为千万家中小企业提供电商服务，客户优势明显。客户资源和数据优势壁垒为公司发力大宗商品电商交易平台和供应链金融提供很好的积淀。

◆供应链金融变现

为解决大宗交易过程的资金需求问题，公司自 2015 年推出融资服务平台，这是一款网盛融资协同多家银行陆续推出的针对中小企业基于供应链的在线融资产品，推出后获得了较好的市场反响，15 年接入第一家银行做了第一笔融资交易，16 年接入了 2 家银行，17 年达到 4 家，2017 年交易额超过 60 亿元。2018 年接入银行数量有望达到 9 家，随着接入银行和交易金额的快速增加，未来有望供应链金融有望给公司带来新的业绩增长点。

基于以下几点做出假设：

- 1、因为供应链金融这两年爆发式增长且该业务成本费用率较低，预计该业务将是公司未来几年主要的利润增长点，假设供应链金融的手续费收入 18-20 年分别为 2160 万，2880 万，3600 万元。
- 2、供应链核心企业的销售平台软件收入增速较快，体现在网络基础服务收入上，18-20 年分别有 45%，35%，30% 的增长。
- 3、由于其他业务利润占比较少，假设 18-20 年维持在一个稳定的水平。
- 4、假设各项业务毛利率和 2017 年保持一致。

表 24：生意宝盈利预测(单位：百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	323	361	421	476	538
化工贸易	207	209	211	218	224
网络基础服务	36	67	97	130	170
网络信息推广服务	42	39	40	40	40
化工贸易服务	8	18	24	31	41
广告发布服务	12	10	10	10	11
展会收入	16	16	16	16	15
生意通电子商务服务	1.5	1.1	1.0	1.0	0.9
其他业务	1.3	0.1	0.1	0.1	0.1
供应链金融业务		3	22	29	36
供应链金融贷款额		300	7,200	9,600	12,000
年化比例		1%	0.30%	0.30%	0.30%
营业收入增速	84%	12%	16%	13%	13%
化工贸易	384%	1%	1%	3%	3%
网络基础服务	-15%	83%	45%	35%	30%
网络信息推广服务	-16%	-7%	1%	1%	1%

化工贸易服务	15%	135%	30%	30%	30%
广告发布服务	-31%	-15%	1%	1%	1%
展会收入	21%	-1%	-1%	-1%	-1%
生意通电子商务服务	-18%	-26%	-5%	-5%	-5%
其他业务	76%	-93%	10%	10%	10%
供应链金融业务			620%	33%	25%

资料来源：wind，光大证券研究所预测

◆投资建议：

看好公司作为国内最大行业电子商务运营商和领先的综合 B2B 运营商的引流效果和发力供应链金融带来的业绩变现，预计公司 2018-2020 年收入分别为 4.21、4.76 和 5.38 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 0.36、0.76 和 1.21 亿元。当前可比公司 2019 年平均 PE 为 35 倍，低于公司 2019 年 66 倍的预测 PE，但可比公司的主要增长年限集中在 18 年，未来两年的平均的 CAGR 仅 47%，考虑到公司未来 82% 的 CAGR，给予一定的估值溢价。考虑到公司作为 A 股互联网和服务中小企业融资的稀缺标的，且当前 PE-TTM 处于历史低位，首次覆盖，给予“增持”评级。

◆风险提示：

网盛融资平台发展低于预期，网盛融资平台坏账率高于预期，市场整体估值水平下降。

表 25：生意宝业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	323	361	421	476	538
营业收入增长率	83.66%	11.63%	16.48%	13.05%	13.16%
净利润（百万元）	13	19	36	76	121
净利润增长率	-30.28%	51.90%	90.39%	107.84%	60.05%
EPS（元）	0.05	0.08	0.14	0.30	0.48
ROE（归属母公司）（摊薄）	1.54%	2.31%	4.28%	8.31%	12.10%
P/E	394	259	136	66	41
P/B	6.1	6.0	5.8	5.4	5.0

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 12 月 28 日收盘价

表 26：可比公司的 PE 比较

公司名称	收盘价		EPS（元）					PE（X）			CAGR -2/2018	PEG -2018	PB 17 年	市值 亿元
	12.28	17	18E	19E	20E	17	18E	19E	20E					
上海钢联	45.53	0.30	0.91	1.55	2.29	150	50	29	20	59%	0.9	7.7	72	
东方财富	12.10	0.12	0.21	0.30	0.40	98	57	40	30	36%	1.6	4.4	625	
平均	-	0.21	0.56	0.92	1.34	124	53	35	25	47%	1.2	6.0	-	
生意宝	19.68	0.08	0.14	0.30	0.48	259	136	66	41	82%	1.7	6.3	50	

资料来源：wind 一致预期，生意宝 EPS 为光大证券研究所预测数据

图 49：生意宝最近五年的 PE -Band



4.8、卫宁健康：医疗 IT 领先企业，创新业务有期待

◆高速成长的医疗 IT 领域的领先企业

公司是国内第一家专注于医疗健康信息化的上市公司，上市后通过内生和外延双驱动的方式不断拓展市场覆盖面，截止到 2018 年中报，覆盖的医疗机构客户数进 6000 家，是客户行业覆盖最广的公司之一。2018 年前三季度实现收入 9.25 亿元，同增 34.2%；实现归属于母公司股东的净利润 1.93 亿元，同增 44.1%。2012-2017 五年收入复合增速为 35.3%，利润复合增速为 34.1%，体现出良好的成长性。

◆医疗信息化与互联网+健康服务双轮驱动，4+1 战略持续推进

公司自 2015 年启动“双轮驱动”发展战略，在夯实医疗信息化发展的基础上，以 4+1 为抓手推动互联网+健康服务业务发展。其中纳入并表的互联网科技和纳里健康，2018 年上半年两家公司合计实现营收约 2,200 余万元，同增超过 290%；云医对接医疗机构超过 1,800 家，服务患者突破 1 亿人次；云药合作药房超过 7 万家，平台整体交易额近 3.5 亿元；云险自 2017 年投入运营以来，交易金额超 50 亿元，交易笔数超过 3,200 万笔；云康连接超过 1,300 家医院及体检中心，年体检服务超过 30 万人次。创新业务整体呈现出高速发展的态势。

◆投资建议：

基于以下假设：

- (1) 受益于《关于进一步推进以电子病历为核心的医疗机构信息化工作建设的通知》等政策的驱动，公司医疗信息化软件销售呈加速状态，2018-2020 年的增速分别为 27%、28%、29%；
- (2) 公司创新业务收入高速增长，技术服务收入占比有望进一步提升，2018-2020 年的增速分别为 40%、35%、30%；硬件销售增速 2018-2020 年分别为 30%、25%、20%；
- (3) 受益于互联网医疗政策的放宽，创新业务 2018 年实现盈亏平衡；

表 27: 卫宁健康盈利预测(单位: 百万元)

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	491.42	753.16	954.48	1203.75	1565.76	2009.88	2544.94
软件销售	274.35	417.48	545.96	651.96	827.99	1059.83	1367.18
硬件销售	139.41	212.71	229.92	352.67	458.47	573.09	687.71
技术服务	77.66	122.97	178.60	198.23	277.52	374.65	487.05
其他业务				0.89	1.78	2.31	3.01
营业收入增速	41%	53%	27%	26%	30%	28%	27%
软件销售	32%	52%	31%	19%	27%	28%	29%
硬件销售	46%	53%	8%	53%	30%	25%	20%
技术服务	68%	58%	45%	11%	40%	35%	30%
其他业务					100%	30%	30%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

预计公司 2018-2020 年归属于上市公司股东净利润为 3.3、4.4、5.89 亿元, 对应 EPS 为 0.20、0.27、0.36 元/股。可比公司 2019 年 PE 平均值为 40X, 考虑到公司处于历史估值低位附近且作为行业龙头存在一定的估值溢价, 以及创新业务的高速增长, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表 28: 可比公司的 PE 比较

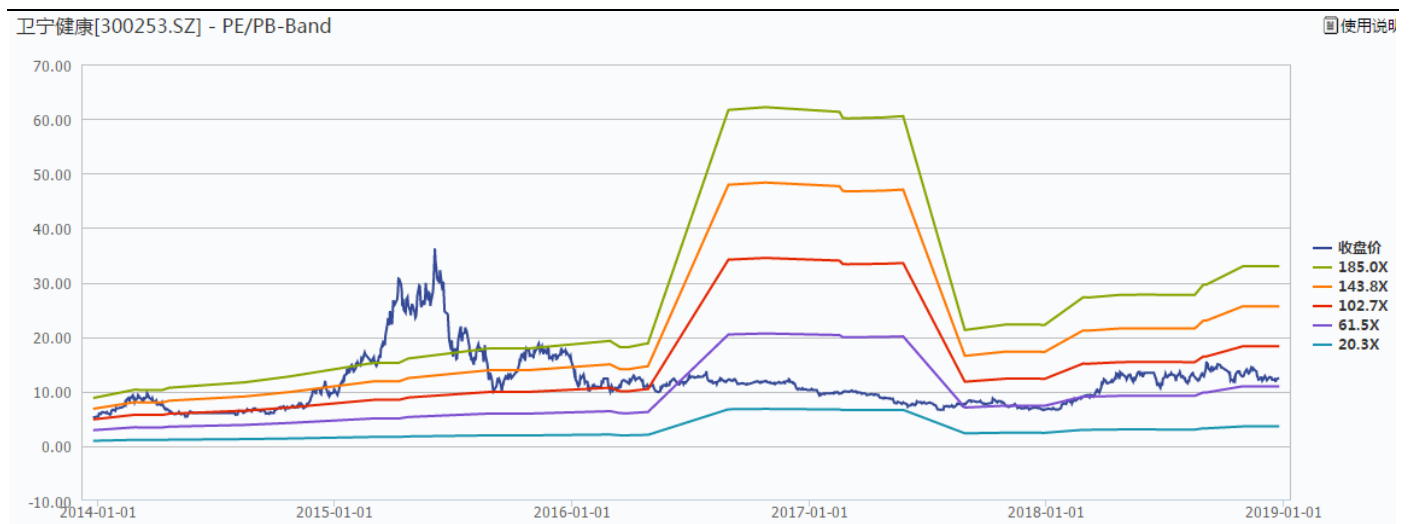
公司名称	收盘价		EPS (元)			PE (X)				CAGR	PEG	PB	市值
	12.28	17	18E	19E	20E	17	18E	19E	20E	-3/2017	-2017	17 年	亿元
和仁科技	52.28	0.40	0.58	0.90	1.29	132	90	58	40	48%	2.7	8.2	43
思创医惠	9.94	0.16	0.28	0.35	0.43	62	36	28	23	40%	1.5	3.7	80
创业软件	19.15	0.34	0.46	0.59	0.75	57	42	33	25	31%	1.8	4.2	93
平均	-	0.30	0.44	0.61	0.83	84	56	40	30	39%	2.1	5.4	-

卫宁健康	12.46	0.14	0.20	0.27	0.36	88	61	46	34	37%	2.4	6.3	202
------	-------	------	------	------	------	----	----	----	----	-----	-----	-----	-----

资料来源: wind 一致预期, 卫宁健康 EPS 为光大证券研究所预测数据

注: 上述除思创医惠是采用光大证券研究所计算机团队盈利预测, 其余都是采用 wind-一致预期数据

图 50: 卫宁健康最近五年的 PE/PB-Band



资料来源：WIND

◆风险提示：

电子病历推进不达政策预期，系统性波动风险。

表 29：卫宁健康业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	954	1,204	1,566	2,010	2,545
营业收入增长率	26.73%	26.12%	30.07%	28.36%	26.62%
净利润（百万元）	519	229	330	440	589
净利润增长率	240.07%	-55.84%	44.00%	33.34%	34.04%
EPS（元）	0.32	0.14	0.20	0.27	0.36
ROE（归属母公司）（摊薄）	22.17%	8.82%	10.65%	12.55%	14.55%
P/E	39	88	61	46	34
P/B	8.6	7.8	6.5	5.7	5.0

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 12 月 28 日收盘价

4.9、思创医惠：智慧医疗呈高景气度，RFID 助力新零售落地

◆智慧医疗与智慧商业双轮驱动

公司是收购医惠科技后形成智慧医疗与智慧商业双轮驱动业务格局。从 2018 年中报来看，公司智慧医疗业务实现营收 2.23 亿元，同增 44.1%；RFID 标签及系统集成业务实现营收 1.82 亿元，同增 66%；防盗标签及其他实现营收 1.75 亿元，同降 17%。受益于毛利率更高的智慧医疗业务收入占比提升以及医疗本身毛利率上升 4.7 个百分点影响，公司综合毛利率由 2017 年同期的 42.2% 上升至 44%，实现毛利 2.55 亿元，同增 27.3%。公司 2018 年前三季度实现营收 8.79 亿元，同增 20%；实现净利润 1.09 亿元，同增 0.52%，基本符合预期。

◆智慧医疗景气度有望持续，RFID 助力新零售落地

公司的“智能开放平台+微小化应用”医院整体解决方案能够有效解决医院信息孤岛难题，实现医院信息集成与共享，在政策及市场需求下迎来良好的发展机遇，报告期内中标千万级大单项目明显增多，行业呈现高景气度。而 RFID 及集成系统是新零售业态中货品识别和管理的重要支撑，公司与京东、国美、华为、盒马等在 RFID 与软件平台方面展开技术合作，报告期内实现产能和销量的重大突破，随着新零售业态的持续落地，RFID 板块高景气度有望持续。

◆投资建议：

基于公司医疗和 RFID 板块超预期的增长，维持公司 2018-2020 年归属上市公司股东净利润分别为 2.22 亿元、2.84 亿元、3.47 亿元，对应 EPS 分别为 0.28、0.35、0.43 元/股，维持“增持”评级。

◆风险提示：

RFID 标签价格下降的风险，医疗领域竞争加剧的风险。

表 30: 思创医惠业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,090	1,112	1,356	1,693	2,089
营业收入增长率	27.79%	2.04%	21.95%	24.82%	23.41%
净利润(百万元)	188	130	222	284	347
净利润增长率	33.35%	-30.70%	70.78%	27.56%	22.35%
EPS(元)	0.23	0.16	0.28	0.35	0.43
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.22%	6.32%	9.80%	11.26%	12.29%
P/E	43	62	36	28	23
P/B	3.9	3.9	3.5	3.2	2.8

资料来源: wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2018 年 12 月 28 日收盘价

4.10、中孚信息: 保密第一股, 受益安全可控

◆保密软硬件行业迎来发展新机遇:

2018 年 4 月十九届中央国家安全委员会第一次会议审议通过《党委(党组)国家安全责任制规定》, 明确了各级党委党组维护信息安全的主体责任, 保密工作作为信息安全的重要环节被提上了新的重要高度。自主可控的落地推广将带来目前基于 windows 环境的相关保密软硬件更替机会, 叠加保密工作地位的提升, 保密软硬件行业将迎来发展新机遇。

◆保密第一股, 受益安全可控

公司作为 A 股保密第一股(保密软硬件收入占比 55%), 公司近两年加大对自主可控软硬件的研发投入力度, 是目前保密产品中对国产 PC 适配最广的厂商。自主可控, 保密先行, 保密领域将是自主可控推行的先锋。一旦自主可控 PC 推广, 公司业绩将会有较大弹性。针对目前网络泄密频发的现状, 预计未来保密网的“态势感知平台建设”也将迎来加速期, 公司也有望明显受益。

◆投资建议:

维持公司 2018-2020 年实现营收 3.78、5.53 和 7.03 亿元, 实现归属于母公司净利润分别为 0.55、0.92 和 1.19 亿元, 对应 EPS 分别为 0.42、0.70 和 0.90 元维持“买入”评级。

◆风险提示:

信息安全和自主可控政策落地不及预期, 公司产品不能及时满足客户需求, 市场整体风险。

表 31: 中孚信息业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	216	281	378	553	703
营业收入增长率	4.01%	30.21%	34.35%	46.29%	27.29%
净利润(百万元)	48	49	55	92	119
净利润增长率	-1.38%	0.55%	13.37%	67.66%	28.89%
EPS(元)	0.37	0.37	0.42	0.70	0.90
ROE(归属母公司)(摊薄)	31.00%	11.84%	11.37%	16.01%	17.11%

P/E	54	54	48	28	22
P/B	16.8	6.4	5.4	4.5	3.8

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为2018年12月28日收盘价

4.11、中国长城：背靠中国电子，自主可控布局领先的整机厂商

◆资本运作导致近两年财务数据波动较大

公司2017年实现收入95.07亿元，同降87%；实现归属于上市公司股东净利润5.81亿元，同比增长191%。公司营收和净利润波动都是因为2017年实施并购的影响。1、营收大幅下降是因为置换出了冠捷科技，冠捷科技2016年营收为682亿元，冠捷科技主要从事CRT显示器、液晶显示器以及液晶电视在内产品的代工和自有品牌AOC显示器的研发、制造和销售等。2、利润大幅增长主要是因为合并和收购了盈利能力比较强的长城信息、圣非凡、中原电子和长城信安。公司2018前三季度实现收入62.17亿元，同降5%；实现净利润2.08亿元，基本符合预期。

◆背靠中国电子，自主可控产业链布局完善

公司控股股东为中国电子集团（CEC）。CEC把“网络安全和信息化”定位为集团公司的“二号工程”，致力于打造网络安全产业“国家队”，不断提升基于自主可控、自主可信的网络安全核心能力。目前已在从芯片、基础软件到整机和安全产品的自主可控全产业链都有布局，产业链联动优势明显，竞争力较强。2017年CEC完成对CEC的重组，注入长城信息、中原电子和圣非凡等，置出低毛利率的冠捷科技。自此，中国长城定位于集团下面向最终用户提供自主可控整机、安全产品和行业解决方案的载体。

◆签署天津飞腾入股意向协议，有望实现产业链协同发展

2017年3月，公司与中国电子旗下子公司华大半导体签署《关于转让天津飞腾信息技术有限公司13.54%股权之股权转让框架协议》，就收购华大半导体所持有的天津飞腾13.54%股权事宜双方达成了初步意向。目前天津飞腾是我国主要国产芯片之一，芯片领域是我国最薄弱的环节，也是实现自主可控最重要的环节。中国长城的入股有望实现产业链协同发展，并进一步加快完善生态建设。

基于以下几点做出假设：

- 1、信息安全整机及解决方案主要包括自主可控PC、服务器整机及部分行业的解决方案，由于2018年自主可控机还没有开始爆发式增长且目前自主可控占该业务板块的比重较低，所以2018年该业务增速较低，预计未来自主可控战略加速推进将推动该业务快速增长，假设该业务18-20年收入分别增长0%、20%和20%。
- 2、公司其他业务主要为自主可控机的配套，预计该业务板块18-20年收入分别增长29%、20%和20%。
- 3、公司高新电子主要包括武汉中原、圣非凡和湘计海盾等公司为业务主体，考虑公司军工资产优质和当前国际形势紧张，预计该业务将保持稳健增长，预计18-20年收入分别增长5%、5%和5%。

4、预计 2018 年 8 月中电长城大厦竣工，其中 60%的物业可以出租，将对公司 2019 年园区及物业服务收入起到拉动作用，预计该业务 18-20 年收入分别增长 20%、100%和 20%。

5、各业务板块销售毛利率和 2017 年保持不变。

表 32：中国长城营收预测表（单位：百万元）

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
高新电子	3,448	3,681	3,866	4,059	4,262
增长率		7%	5%	5%	5%
电源产品	2,309	2,718	2,990	3,289	3,618
增长率		18%	10%	10%	10%
信息安全整机及解决方案	2,071	1,992	1,992	2,391	2,869
增长率		-4%	0%	20%	20%
园区及物业服务	48	85	102	203	244
增长率		77%	20%	100%	20%
其他主营业务	65,277	52	52	52	52
增长率		-100%	0%	0%	0%
其他业务	1,020	978	1,261	1,514	1,817
增长率		-4%	29%	20%	20%
合计	74,173	9,507	10,263	11,508	12,861
增长率		-87%	8%	12%	12%

资料来源：wind，光大证券研究所预测

综上，我们预计公司 2018-2020 年实现营收 102.63、115.08 和 128.61 亿元。

◆投资建议

依托中国电子优势资源，看好公司成长为我国自主可控行业的整机领军厂商，预计公司 2018-2020 年实现归属于母公司净利润分别 7.13、7.03 和 8.17 亿元。相较于可比公司 2019 年 26 倍的平均 PE，公司 2019 年预测 PE 仅 20 倍，而且公司当前估值处于过去 5 年 PE 的低位附近，估值优势明显，首次覆盖，给予“增持”评级。

◆风险提示：

并购整合不及预期，信息安全和自主可控政策落地不及预期，公司产品不能及时满足客户需求，市场整体风险。

表 33：中国长城业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	69,128	9,507	10,263	11,508	12,861
营业收入增长率	-5.22%	-86.25%	7.96%	12.13%	11.76%
净利润（百万元）	33	581	713	703	817
净利润增长率	-192.94%	1652.89%	22.75%	-1.37%	16.20%
EPS（元）	0.01	0.20	0.24	0.24	0.28
ROE（归属母公司）（摊薄）	1.20%	8.71%	9.65%	8.69%	9.18%

P/E	421	24	20	20	17
P/B	5.0	2.1	1.9	1.7	1.6

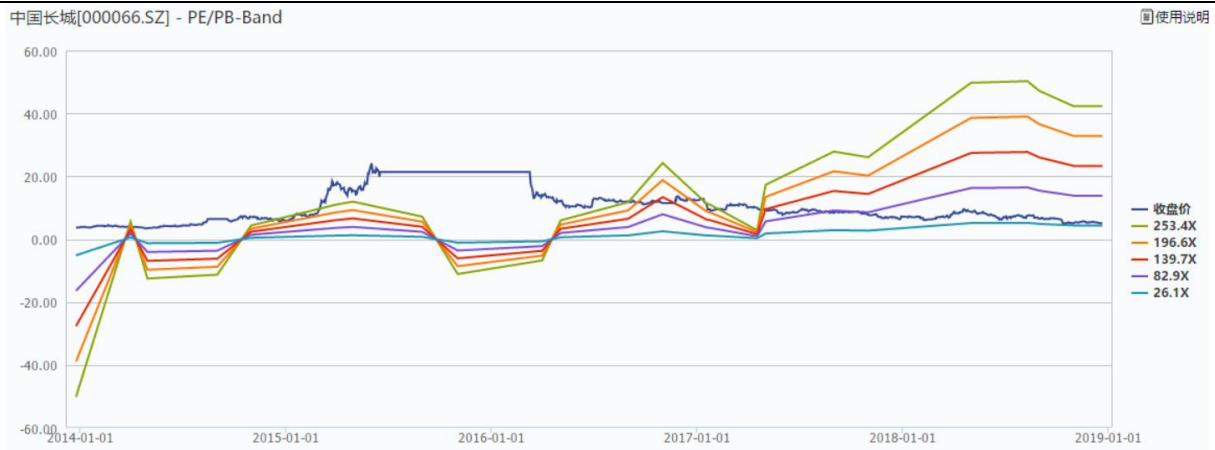
资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为2018年12月28日收盘价

表 34：可比公司的 PE 比较

公司名称	收盘价		EPS (元)				PE (X)				CAGR -3/2017	PEG -2017	PB 17年	市值 亿元
	12.28	17	18E	19E	20E	17	18E	19E	20E					
浪潮信息	15.92	0.33	0.49	0.73	1.10	48	32	22	14	49%	1.0	2.7	205	
同有科技	7.43	0.12	0.21	0.29	0.39	62	36	26	19	47%	1.3	3.9	31	
华胜天成	5.86	0.21	0.26	0.33	0.43	28	23	18	14	27%	1.0	1.3	65	
平均	-	0.12	0.21	0.29	0.39	62	36	26	19	47%	1.3	3.9	-	
中国长城	4.74	0.20	0.24	0.24	0.28	24	20	20	17	12%	2.0	6.3	139	

资料来源：wind 一致预期，中国长城 EPS 为光大证券研究所预测数据

图 51：中国长城历史 PE-bands



资料来源：wind

4.12、太极股份：背靠中国电科，自主可控布局领先的软件厂商

◆政务信息化领先企业，经营稳健增长

公司是一家面向党政、公共安全、国防军工、能源、交通等行业提供安全可靠信息系统建设和云计算、大数据等相关服务的公司，是国内电子政务、智慧城市和关键行业信息化的领先企业。公司近年来经营一直保持稳健增长态势，收入从2012年的29亿增长到2017年53亿，5年复合增长13%；归属于上市公司股东净利润由2012年的1.32亿元增长到2017年的2.92亿元，5年复合增长17%，利润增长快于收入主要是因为高毛利率产品占比提升。公司2018年前三季度实现收入38.84亿元，同比增长6.75%；实现净利润0.7亿元，同比增长5.62%，基本符合预期。

◆背靠中国电科，资源整合+资本运作完善自主可控产业链布局

公司控股股东为中国电子科技集团（CETC），CETC 目前已覆盖安全芯片、固件、服务器、操作系统、网络、数据库、中间件、业务应用等领域完整的自主可控产品体系。公司依托 CETC，通过整合资源和资本运作完善自主可控产业链布局：1、牵头组建中国电科安全可靠系统工程研究中心，目前，太极正在积极推进与龙芯、飞腾、中创等产品的合作，目标定位在短期内完成掌握、适配 100 种国产化技术产品。2、太极将联合 IT 厂商、区域服务商，共同组建业务“铁三角”，短期内形成 100 个安全可靠应用案例，以推动形成安全可靠产业大生态。3、通过资本手段，先后投资人大金仓、慧点科技和金蝶天燕自主可控品牌，不断完善自主可控产业体系，逐步形成了业务领先的安全可靠系统建设与服务能力。

◆云计算和“大数据+行业”持续发力带来新的业绩增长点

2015 年，太极明确了向云计算转型的战略，旨在打造“中国政务云服务第一品牌”。2017 年，公司确立“数据驱动”“云领未来”“网安天下”的发展战略，进一步加快云计算和大数据等创新业务发展。依托公司在传统政企的客户优势，公司政务云业务快速推进，先后为国家海关总署、北京市政府、海南省政府、天津市交通运输委、宁夏回族自治区公安厅等部门或地方政府提供了安全可靠云服务。除此之外，公司警务云和警务大数据、司法大数据也取得巨大的突破，目前已在多地应用。2017 年公司云服务实现收入 3.67 亿元，同比增长 183.01%，是公司主要是收入增长点。

基于以下几点做出假设：

- 1、受益于政务云行业的快速增长和公司该业务的低基数，假设公司云服务业务 18-20 年收入分别增长 40%、30%和 30%。
- 2、受益于信息安全行业的稳健增长和公司的行业地位，预计该业务将保持行业平均增速，预计 18-20 年收入分别增长 16%、20%和 20%。
- 3、受益于行业解决方案市场的稳健增长，预计智慧应用于服务业务板块 18-20 年收入分别增长 12%、15%和 15%。
- 4、因系统集成业务整体行业增速较慢和公司该业务的高基数，预计该业务 18-20 年收入分别增长 5%、5%和 5%。
- 5、各业务板块销售毛利率和 2017 年保持不变。

表 35：太极股份营收预测表（单位：百万元）

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
系统集成服务	3,841	3,106	3,261	3,424	3,595
增长率		-19%	5%	5%	5%
网络安全服务	472	852	988	1,186	1,423
增长率		81%	16%	20%	20%
智慧应用与服务	777	975	1,092	1,256	1,444
增长率		25%	12%	15%	15%
云服务	130	367	514	668	868
增长率		183%	40%	30%	30%
合计	5,219	5,300	5,855	6,534	7,331
增长率		2%	10%	12%	12%

资料来源：wind，光大证券研究所预测

综上，我们预计公司 2018-2020 年实现营收 58.55、65.34 和 73.31 亿元。

◆投资建议

依托中国电科优势资源，看好公司成长为我国自主可控领域的领军软件企业和云计算快速发展给公司带来新的增长动力，预计公司 2018-2020 年实现归属于母公司净利润分别为 3.33、3.98 和 4.88 亿元。相较于可比公司 2019 年 23 倍的平均 PE，公司 2019 年预测 PE 为 24 倍，但考虑到自主可控战略加速推进的预期，给予一定的估值溢价；而且根据公司历史 PE 可以看出，公司当前价位处于历史低位附近，存在一定的估值优势，首次覆盖，给予“增持”评级。

◆风险提示：

信息安全和自主可控政策落地不及预期，云计算等创新业务发展不及预期，公司产品不能及时满足客户需求，市场整体风险。

表 36：太极股份业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	5,164	5,300	5,855	6,534	7,331
营业收入增长率	6.93%	2.62%	10.48%	11.59%	12.20%
净利润（百万元）	302	292	333	398	488
净利润增长率	49.67%	-3.20%	13.91%	19.63%	22.76%
EPS（元）	0.73	0.70	0.80	0.96	1.18
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.51%	11.15%	11.27%	11.88%	12.72%
P/E	32	33	29	24	20
P/B	4.0	3.7	3.3	2.9	2.5

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 12 月 28 日收盘价

表 37：可比公司的 PE 比较

公司名称	收盘价		EPS（元）				PE（X）				CAGR -3/2017	PEG -2017	PB 17 年	市值 亿元
	12.28	17	18E	19E	20E	17	18E	19E	20E					
东华软件	6.95	0.21	0.33	0.40	0.49	33	21	17	14	32%	1.0	2.3	217	
万达信息	11.99	0.30	0.35	0.51	0.66	40	34	24	18	30%	1.3	3.7	132	
博思软件	23.74	0.42	0.58	0.83	1.12	56	41	29	21	38%	1.5	5.9	31	
平均	-	0.31	0.42	0.58	0.75	43	32	23	18	34%	1.3	4.0	-	
太极股份	23.20	0.70	0.80	0.96	1.18	33	29	24	20	19%	1.8	6.3	96	

资料来源：wind 一致预期，太极股份 EPS 为光大证券研究所预测数据

图 52：太极股份历史 PE-bands



资料来源：wind

4.13、南洋股份：防火墙龙头再起航

◆收购天融信，切入信息安全领域

南洋股份是一家成立于 1985 年，主要生产电线电缆以及配套生产电线电缆用 PVC 料等产品，是华南地区最大型生产电线电缆的企业。公司营收稳健增长，由 2013 年的 18.33 亿元增长到 2017 年 27.06 亿元，复合增长率 9.4%。13-16 年净利润维持在 5000 万-7000 万之间，增长不明显。2016 年 12 月，公司以 57 亿元的价格收购天融信 100% 股权，进军信息安全领域。公司 2018 年前三季度实现收入 42.82 亿元，同比增长 38.07%；实现归母净利润为 2515 万元，同比减少 25.33%。同时预计 2018 全年实现净利润 4.7 亿元至 5.5 亿元，同比增长 10.57%-29.39%，业绩基本符合预期。

◆信息安全市场空间大，行业还将保持稳健增长

2014 年我国信息安全投入仅占总 IT 投入的 2%，远低于发达国家的 10% 左右的投入，未来提升空间巨大。2017 年信息安全市场规模达到 439 亿元，同比增长 28%。考虑到军工领域前两年投入处于低位和未来等保 2.0 等政策的发布和实施，未来几年行业还将保持一个稳健增长的态势。

◆多重竞争优势和资本助力天融信持续增长

天融信是国内最早进入信息安全行业的公司之一，产品种类丰富，其中公司防火墙产品 2017 年的市场份额高达 20.3%，连续 17 年市场份额位居行业第一，IDS/IPS、UTM、SOC 和安全服务产品市场份额也多年位居第二，市场地位领先。根据公司年报，天融信多次在国家重大活动中提供网络安全服务，品牌优势明显。多重竞争优势助力天融信在传统信息安全领域继续保持竞争优势。相比于其他安全公司，天融信服务体系遍布全国，优势明显。外延式并购是信息安全企业快速切入新兴安全领域主要方式，受制于融资能力较差，天融信之前的发展主要依托内生增长，被南洋股份收购之后，天融信加速通过外延式并购和内生增长切入其他细分领域，为公司的提供新的增长点。

◆估值与评级

看好公司作为防火墙龙头受益行业整体快速增长和公司在云安全和数据安全等新兴领域的布局,维持2018-2020年净利润预测分别为5.45亿元、6.88元和8.35亿元,维持“增持”评级。

◆风险提示:

股东减持对股价造成的压力;并购整合不及预期;云安全等创新业务拓展不及预期;市场整体估值水平下降。

表 38: 南洋股份业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,871	5,133	6,474	7,845	9,115
营业收入增长率	25.83%	78.81%	26.13%	21.16%	16.20%
净利润(百万元)	70	425	545	688	835
净利润增长率	24.65%	504.84%	28.31%	26.09%	21.47%
EPS(元)	0.06	0.37	0.48	0.60	0.73
ROE(归属母公司)(摊薄)	1.27%	5.29%	6.40%	7.51%	8.41%
P/E	181	30	23	19	15
P/B	2.3	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源: wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为2018年12月28日收盘价

5、风险提示

宏观经济波动带来IT投资下滑的风险。IT支出作为企业的成本支出,宏观经济波动或将降低企业支出的意愿。

产业进展不达预期的风险。产业互联网、人工智能等产业还在发展中,应用端的落地受到数据、接受度等因素有可能进展不达预期。

市场整体的系统性风险。外围扰动等因素导致市场系统性调整,计算机板块受情绪影响较明显,存在同步调整风险。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，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。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebscn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebscn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
张亦潇		0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	苏一耘		13828709460	suyy@ebscn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com
	国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebscn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
私募业务部	戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebscn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebscn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebscn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebscn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebscn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebscn.com
		王涵洲		18601076781