

计算机

证券研究报告
2019年01月01日

经济后周期影响小，投资机遇向中小市值龙头扩散

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

沈海兵

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517030001
shenhaibing@tfzq.com

缪欣君

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517080003
miaoxinjun@tfzq.com

葛婧瑜

联系人

gejingyu@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《计算机-行业研究周报:医保局政策出台, 医疗信息化有望持续高景气》 2018-12-23
- 《计算机-行业研究周报:看好新一轮组织机构变革带来的 To G 信息化大机遇》 2018-12-16
- 《计算机-行业点评:医疗信息化再迎政策利好, 二级医院电子病历百亿市场打开》 2018-12-10

2018 年回顾: 板块跑赢大盘, 但内部分化明显, 龙头公司超额收益更明显。云计算、医疗信息化受益于高景气度, 成为表现最佳的子板块。收入维持高速增长, 利润、现金流下滑趋势放缓。估值接近 2012 年以来底部, 预计基金持仓比例有所下降。

中长期拐点明确, 2019 年中小市值龙头机会更大。(1) 政策面, 政府大力扶持, 科技企业战略价值凸显, 经营环境持续向好。技术面, 云计算已加速渗透, 5G 网络、算力市场大发展背景下, 人工智能有望加速落地。产业面, 巨头纷纷转向产业, To B 市场迎来黄金十年;(2) 从软件到云, IT 更多与业务结合, 需求“刚性”。人力成本、办公场地成本提升显著, IT 系统性性价比优势明显, 受经济环境影响相对较小;(3) 经过三年调整, 中小市值龙头公司的估值已经显示出优势, 未来两年的增速超过大公司的概率高。因此, 2019 年细分领域中小市值龙头公司机会相对更大, 值得重视。

预计泛 TO G 信息化领域持续高增长。新一轮机构改革对未来 3-5 年电子政务市场将产生重要影响。从存量市场角度, 更高的技术和资质要求将提升供应商集中度, 利好技术领先的龙头企业。从增量市场角度, 政府支出总体趋紧背景下, 新组建机构的需求增长最为明确, 据估算, 新组建部门中央和省市两级软件+计算机服务的总投资额将达到 388.6 亿元。电力行业是逆周期调控的重要方向, 特高压和配网投资有望持续加大, 行业进入高景气期。医疗、教育等民生信息化政策红利开始显现, 需求加速释放。

利好政策持续落地, 医疗信息化迎来发展黄金期。目前, 对于政府而言, 医保控费需求十分强烈, 而信息化系统是实现医保控费的最重要的工具之一。在密集政策的激励下, 以电子病历、DRGs、互联互通为代表的医疗信息化将迎来投资建设高峰期, 行业需求有望持续超预期。和仁科技、思创医惠、创业软件等厂商 2018 年以来, 订单持续超预期, 验证行业高景气。腾讯、阿里陆续与医疗 IT 厂商展开资本、业务层面合作, 新业务、新模式有望持续落地。

金融开放带来 IT 系统需求, 支付行业结构优化, 量价齐升。以取消银行外资持股比例限制为代表, 新一轮金融开放力度空前。在金融开放大背景下, 外资机构入华、沪伦通、科创板集中带来 IT 系统建设需求。中小企业融资难、融资贵问题普遍、深刻, 供应链金融空间广阔, 2020 年规模接近 15 万亿元。政策持续催化下, 供应链金融进入发展快车道。支付行业“去现金化”趋势延续, 监管加强收单牌照续展审核, 市场上存量牌照减少, 收单行业整体格局已基本确定, 行业焦点转向盈利, 收单业务有望量价齐升。

云计算渗透率提升空间大, 高景气有望持续 3-5 年。中国企业 IT 支出相较美国有近 5 倍空间。从 To C 到 To B, 云计算有望催化中国 To B 软件加速渗透, 云计算有望开启 To B 市场黄金十年。产业链数据显示, 2019 年中国云计算行业景气度有望持续, IaaS 企业技术不断成熟, 营收持续高速增长。在 IaaS 的催化下, SaaS 加速渗透, 2021 年规模将达 313 亿元, 高景气有望持续 3-5 年。

投资建议: 泛 To G 领域有望持续高增长, 建议关注恒华科技、科大讯飞、辰安科技、华宇软件、新开普、启明星辰、苏州科达等; 医疗信息化利好政策持续落地, 行业迎来发展黄金期, 建议关注思创医惠、卫宁健康、东华软件, 创业软件、和仁科技等; 金融 IT 边际持续改善, 支付行业结构优化、量价齐升, 建议关注恒生电子、新大陆等; 云计算渗透率持续提升, 建议关注用友网络、深信服、广联达、宝信软件, 金蝶国际等。其他建议关注上海钢联、新北洋等

风险提示: 宏观经济不景气、政策落地不及预期、技术推广进度不及预期。

内容目录

1. 2018 年回顾：板块出现分化，龙头公司超额收益明显	5
1.1. 板块出现分化，龙头公司超额收益明显	5
1.2. 收入维持高增长，利润、现金流下滑趋势放缓	5
1.3. 估值处于底部区域，机构超配比例有所下降	6
2. 中长期拐点明确，19 年中小市值优质龙头机会更大	6
2.1. 政策利好+技术进步+巨头战略入局，To B 迎来黄金十年	6
2.1.1. 政策面：政策支持力度显著加大，科技企业战略地位凸显	7
2.1.2. 技术面：云计算加速渗透，5G 网络、算力大发展助力人工智能落地	8
2.1.3. 产业面：巨头调整架构转向产业端，To B 迎来黄金十年	9
2.2. 计算机后周期影响相对较小，泛 TO G 信息化有望持续高增长	10
2.3. 19 年细分领域中小市值优质龙头更值得关注	11
3. 泛 TO G 信息化预计持续高增长	12
3.1. 新一轮组织机构变革催生 TO G 信息化大机遇	12
3.1.1. 经验显示，组织变革将带来新的信息化需求	12
3.1.2. 政府支出总体趋紧背景下，新组建机构的信息化需求增长最明确	13
3.1.3. 新一轮机构改革将进一步提升电子政务市场集中度	14
3.2. 逆周期调控助推电力信息化等加速增长	16
3.2.1. 特高压领域混合所有制改革，行业投资力度持续扩大	16
3.2.2. 配网投资第四期试点启动，配售电业务迎来政策红利期	17
3.3. 医疗、教育等民生信息化政策红利开始显现	17
3.3.1. 医疗信息化：医疗卫生是需求最为刚性的行业之一	17
3.3.2. 教育：2.0 政策落地，信息化有望加速推进	18
4. 政策利好不断，医疗信息化有望持续高景气	19
4.1. 政策利好持续释放，医疗信息化迎来发展黄金期	19
4.2. 订单保持高增长，巨头入局加快新模式落地步伐	21
5. 金融开放、支持力度加大，支付行业量价齐升	23
5.1. 金融开放力度有望加大，带来新增需求	23
5.2. 供应链金融政策加码，市场前景广阔	24
5.2.1. 供应链金融解决中小企业融资问题，市场空间广阔	24
5.2.2. 政策暖风不断，模式支持与资金投放两面开花	24
5.2.3. 计算机公司数据风控优势明显，有望分享行业发展红利	25
5.3. 竞争格局优化，支付行业量价齐升	26
6. 云计算渗透率提升空间大，高景气有望持续 3-5 年	28
6.1. 对标美国，云计算开启 To B 黄金时代	28
6.2. 产业验证，云计算行业景气度持续	29
7. 投资建议	32

图表目录

图 1: 计算机板块表现当对于其他指数	5
图 2: 龙头公司超额收益明显	5
图 3: 云计算相关公司超额收益明显	5
图 4: 医疗信息化相关公司超额收益明显	5
图 5: 收入维持高增长	6
图 6: 毛利率相对平稳, 18 年逐季提升	6
图 7: 归母净利润增速同比下滑, 整体下滑趋势放缓	6
图 8: 现金流向下, 趋势放缓	6
图 9: 计算机板块估值水平接近历史底部	6
图 10: 计算机板块持仓水平逐季提升	6
图 11: 2018 年, 科技企业利好政策不断	7
图 12: IaaS 层: 阿里云季度收入高增长	8
图 13: 三大运营商 5G 中低频段试验频率使用许可	8
图 14: 2018 年的代表性人工智能芯片	8
图 15: 2017 年以来, 腾讯、阿里巴巴等巨头加强与传统 To B 公司的合作	9
图 16: 新大陆电子营销平台助力企业获客增收	10
图 17: 2009-2016 年上海甲级写字楼租金指数及价格指数	10
图 18: 中国制造业员工成本高速增长	10
图 19: 泛 To G 企业业绩受宏观经济营销相对较小	11
图 20: 2017-2018 年龙头公司超额收益明显	11
图 21: 板块市值 100 亿以下公司估值已具吸引力	11
图 22: 本轮机构改革内容以及改革后国务院组成部门	13
图 23: 机构改革新需求规模估算	14
图 24: 电子政务市场未来发展特点	15
图 25: 大数据、AI 等技术在政务系统中应用的良性循环	15
图 26: 电力行业是逆周期调控的重要手段	16
图 27: 特高压线投资建设再度重启	16
图 28: 全国财政医疗卫生支出稳定增长	18
图 29: 历年财政性教育经费支出状况	18
图 30: 历年政府教育信息化支出状况	18
图 31: 大数据、AI 等技术在政务系统中应用的良性循环	19
图 32: 医保基金近十年收支情况	19
图 33: 医保基金支出增速超过收入增速	19
图 34: 医疗信息化市场需求有望加速释放	21
图 35: 电子病历潜在市场规模近百亿	21
图 36: 代表性公司订单金额同比高增长	22
图 37: 2018 年, 互联网巨头与医疗信息化厂商展开深度合作	23
图 38: 金融开放带来 IT 系统建设需求	24
图 39: 工业企业应收款净额持续攀升 (单位: 万亿元)	24
图 40: 供应链金融市场广阔 (单位: 万亿元)	24
图 41: 分润贷	26

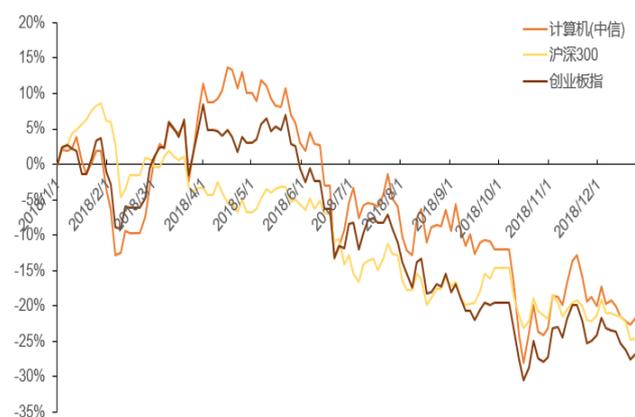
图 42: POS 贷	26
图 43: 中国扫码支付市场加速成长	26
图 44: 中国第三方支付移动支付交易规模持续攀升	26
图 45: 银行卡跨行支付联网商家数保持高速增长	27
图 46: 银行卡消费笔数和金额屡创新高	27
图 47: 具有全国范围银行卡收单牌照的公司数量持续减少 (单位: 个)	27
图 48: 美国云计算科技巨头股价进入快车道	28
图 49: 中国企业 IT 支出较美国存在近 5 倍发展空间	29
图 50: “免费”软件在中国大行其道, 付费意识有待培养	29
图 51: 金蝶云客户主要来自以前不使用企业软件或只使用简单报表软件的泛服务业	29
图 52: 美国云计算科技巨头股价进入快车道	30
图 53: 阿里云季度营收高增长	30
图 54: 阿里云正式对外开放时间和自动弹性伸缩产品上线时间相比 AWS 仅落后 6 年	30
图 55: 中国 SaaS 行业未来 3-5 年有望保持高景气	31
图 56: 核心推荐标的	32
表 1: 2018 年以来, 部分重磅医疗信息化利好政策	9
表 2: 历次国务院机构改革	12
表 3: 配电网建设利好政策持续不断	17
表 4: 2018 年以来, 医疗信息化重磅政策频出	20
表 5: 2018 年以来, 部分重磅医疗信息化利好政策	22
表 6: 2018 年 4 月 11 日宣布的金融开放措施	23
表 7: 近年供应链金融重点利好政策梳理	25
表 8: 支付行业大于 5 亿元人民币的收购情况	27
表 9: 近期收单行业资本化失败案例	28

1. 2018 年回顾：板块出现分化，龙头公司超额收益明显

1.1. 板块出现分化，龙头公司超额收益明显

18 年板块跑赢大盘，但内部分化明显，龙头公司超额收益更明显。截止 2018 年 12 月 28 日收盘，中信计算机指数下跌 24.60%，同期，沪深 300 指数下跌 25.31%，创业板指下跌 28.65%，板块表现好于指数。同时，板块内部出现分化，以用友网络、广联达、美亚柏科、卫宁健康等为代表的龙头公司超额收益明显，截止 12 月 28 日，龙头公司平均涨幅 11.28%，超额收益明显。

图 1：计算机板块表现相对于其他指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：龙头公司超额收益明显



资料来源：Wind，天风证券研究所。

注：选取的龙头公司分别为卫宁健康、长亮科技、用友网络、美亚柏科、恒华科技、广联达、超图软件、航天信息、浪潮信息、恒生电子。

云计算、医疗信息化表现最为突出。截至 2018 年 12 月 28 日收盘，云计算相关公司（用友网络、金蝶国际、广联达、石基信息、宝信软件、恒华科技、航天信息、浪潮信息）平均涨幅 15.39%，医疗信息化相关公司（卫宁健康、和仁科技、创业软件、思创医惠、东华软件、万达信息）平均涨幅 33.02%，表现突出，领涨板块。

图 3：云计算相关公司超额收益明显



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：选取的云计算公司分别为用友网络、金蝶国际、广联达、石基信息、宝信软件、恒华科技、航天信息、浪潮信息。

图 4：医疗信息化相关公司超额收益明显



资料来源：Wind，天风证券研究所

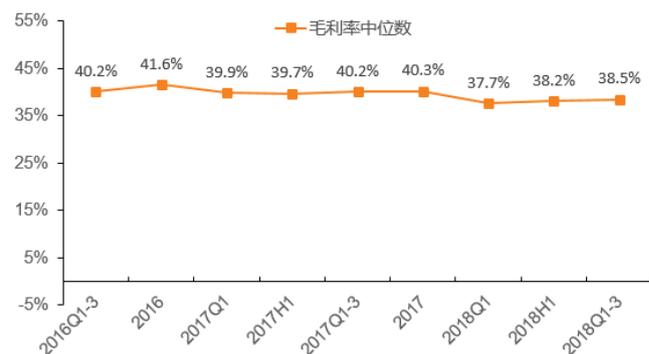
注：选取的医疗信息化公司分别为卫宁健康、和仁科技、创业软件、思创医惠、东华软件、万达信息。

1.2. 收入维持高增长，利润、现金流下滑趋势放缓

整体法下，板块前三季度营业收入增速 22.7%，仍维持 20%以上的高增长，验证行业高景气。毛利率相对稳定，前三季度逐季提升。整体法下归母利润增速、现金流同比均有所下滑，但整体下滑趋势已放缓。

图 5：收入维持高速增长


资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：毛利率相对平稳，18 年逐季提升


资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：归母净利润增速同比下滑，整体下滑趋势放缓


资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：现金流向下，趋势放缓


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 估值处于底部区域，机构超配比例有所下降

估值接近 2012 年以来底部，预计基金持仓比例有所下降。2018 年 12 月 28 日收盘，板块 PE 为 42.95 倍，位于 2012 年以来 PE 均值及均值下一倍标准差之间，接近历史低位。基金持仓比例自 2017 年四季度以来逐季上升，第三季度，基金计算机板块持仓比例达到 4.12%。由于近期机构重仓股调整较多，预计计算机机构超配比例有所下降。

图 9：计算机板块估值水平接近历史底部


资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：计算机板块持仓水平逐季提升


资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 中长期拐点明确，19 年中小市值优质龙头机会更大

2.1. 政策利好+技术进步+巨头战略入局，To B 迎来黄金十年

2.1.1. 政策面：政策支持力度显著加大，科技企业战略地位凸显

政策端支持力度加大,科技企业战略地位凸显。2018年以来,政府相继推出多项政策措施,扶持科技企业发展,从发展工业互联网到推动企业上云、扩大信息消费,再到减免科技企业税收、鼓励研发投入,再到设立科创板,落实创新驱动和科技强国战略,2018年,科技企业享受的政策支持力度明显加大。归因利好政策背后的逻辑:一方面,目前全球正处于技术发展变革的机遇期,以云计算、人工智能为代表的新技术正成为国家综合竞争力比拼的关键要素之一。另一方面,贸易战使得关键技术自主可控的需求日益紧迫。本轮刺激政策着眼于帮助科技企业扩收入、降成本和宽融资等各个关键环节,将会对科技企业发展提供长期支撑。

- **科创板:** 2018年11月,习近平总书记在首届中国国际进口博览会开幕式的主旨演讲中提出,将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制。中国证监会负责人表示,在上交所设立科创板是落实创新驱动和科技强国战略的重大改革举措。
- **研发支出税前加计扣除:** 2018年9月,财政部、税务总局、科技部联合发布《关于提高研究开发费用税前加计扣除比例的通知》。通知指出:企业开展研发活动中实际发生的研发费用,未形成无形资产计入当期损益的,在按规定据实扣除的基础上,在2018年1月1日至2020年12月31日期间,再按照实际发生额的75%在税前加计扣除;形成无形资产的,在上述期间按照无形资产成本的175%在税前摊销。
- **科技企业减税:** 2018年7月,财政部、税务总局发布《关于延长高新技术企业和科技型中小企业亏损结转年限的通知》,通知指出:自2018年1月1日起,当年具备高新技术企业或科技型中小企业资格的企业,其具备资格年度之前5个年度发生的尚未弥补完的亏损,准予结转以后年度弥补,最长结转年限由5年延长至10年。
- **信息消费:** 2018年7月,工信部、发改委联合发布了《扩大和升级信息消费三年行动计划(2018-2020年)》,计划要求:到2020年,信息消费规模达到6万亿元,年均增长11%以上,信息技术在消费领域的带动作用显著增强,拉动相关领域产出达到15万亿元。
- **企业上云:** 2018年7月,工信部印发《推动企业上云实施指南(2018-2020年)》,文件提出:到2020年,全国新增上云企业100万家,形成典型标杆应用案例100个以上,形成一批有影响力、带动力的云平台和企业上云体验中心。
- **工业互联网:** 2018年6月,工信部发布《工业互联网发展行动计划(2018-2020年)》和《工业互联网专项工作组2018年工作计划》两份工业互联网纲领性文件,文件指出:到2020年底,初步建成工业互联网基础设施和产业体系。具体包括建成5个左右标识解析国家顶级节点、遴选10个左右跨行业跨领域平台、推动30万家以上工业企业上云、培育超过30万个工业APP等内容。

图 11: 2018 年, 科技企业利好政策不断



资料来源: 国务院、工信部、新华网、财政部官网, 天风证券研究所

2.1.2. 技术面：云计算加速渗透，5G 网络、算力大发展助力人工智能落地

云计算加速渗透，从业公司业绩保持高增长。 IaaS 层面，巨头云计算业务仍然保高速增长态势：阿里：2018 年第二季度财报显示，云业务同比增长了 93%，营收达到了 7.1 亿美元；腾讯：2018 年第三季度财报，腾讯首次公布云业务业绩情况，前三季度营收 60 亿元，同比增长超 100%；华为云：2018 年上半年，华为云收入同比增长 700%，合作伙伴增长 45%，已发展云服务合作伙伴 6000 家。SaaS 层，以用友为代表，2018 年前三季度用友网络云业务同比增长 127.7%，保持高增长，SaaS 行业加速渗透。

图 12：IaaS 层：阿里云季度收入高增长

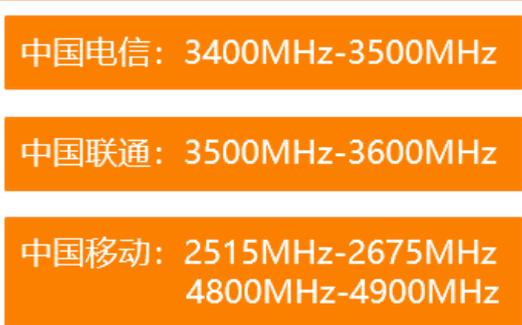


资料来源：阿里巴巴公司财报，天风证券研究所

5G 网络、算力侧迎来大发展，助力人工智能加速落地。 2018 年以来，5G 网络、算力侧迎来大发展。5G 网络方面，三大运营商已经获得全国范围 5G 中低频段试验频率使用许可，华为 5G 基站出货 1 万个，已获全球 22 个 5G 商用合同并与 50 多家运营商开展 5G 商用测试，预计 2019 年 5G 将试商用。算力方面，新款芯片不断推出，互联网巨头亦纷纷发布 AI 芯片，算力市场迎来大发展。网络、算力大发展，助力人工智能加速落地。

- **网络侧：5G 逐渐落地，预计 2019 年试商用。** 三大运营商已经获得全国范围 5G 中低频段试验频率使用许可，中国电信获得 3400MHz-3500MHz 频段；中国移动获得 2515MHz-2675MHz、4800MHz-4900MHz 共 260MHz 频段；中国联通获得 3500MHz-3600MHz 共 100MHz 带宽。华为 5G 基站出货 1 万个，已获全球 22 个 5G 商用合同并与 50 多家运营商开展 5G 商用测试。
- **算力侧：新款芯片不断推出，巨头相继入局，算力市场迎来大发展。** 今年以来，人工智能芯片取得长足的发展，一方面，新版、升级版人工智能芯片相继发布，新版本芯片取得突破性发展。以华为为例，2018 年，在华为全连接大会上，发布两款 AI 芯片，华为昇腾 910 和昇腾 310，昇腾 910 是目前单芯片计算密度最大的芯片，计算力远超谷歌及英伟达，而昇腾 310 芯片的最大功耗仅 8W，是极致高效计算低功耗 AI 芯片。另一方面，芯片领域迎来众多新玩家，百度、阿里巴巴、亚马逊等互联网公司相继进入人工智能芯片领域，推出或计划推出相应产品。

图 13：三大运营商 5G 中低频段试验频率使用许可



资料来源：钛媒体，天风证券研究所

图 14：2018 年的代表性人工智能芯片

发布时间	厂家	新推产品	工艺	性能
2018.03	比特大陆	BM1682	-	2TOPS
2018.05	谷歌	TPU 3.0	-	远超100Petaflops
2018.05	寒武纪	MLU100	7nm	平衡模式128T，高性能模式166.4TOPS
2018.06	英伟达	Jetson Xavier	-	30TOPS
2018.07	百度	昆仑	14nm	260TOPS
2018.09	华为	Kirin 980	7nm	-
2018.10	华为	昇腾910	7nm	半精度256TOPS，整数精度512TOPS
2018.10	华为	昇腾310	12nm	16TOPS@INT8和8TOPS@FP16D
2018.10	比特大陆	BM1880	7nm	3TFLOPS
2018.11	亚马逊	Inferentia	-	数百TOPS

资料来源：Techweb、腾讯科技、新浪网等，天风证券研究所

2.1.3. 产业面：巨头调整架构转向产业端，To B 迎来黄金十年

巨头纷纷调整组织架构，加码产业端，To B 黄金十年到来。当下，智能手机渗透率高企，市场逐渐饱和，人均 App 安装数量见顶，用户日均手机使用时长基本稳定，不再增长，移动互联网十年红利期间结束，C 端市场基本定格。在此背景下，传统互联网巨头纷纷将目光转向产业端，以突破 C 端红利消失后的发展瓶颈。2018 年以来，腾讯、阿里巴巴、百度、京东、美团等巨头纷纷调整组织架构和技术架构，重新梳理业务架构体系，拥抱产业互联网，To B 市场迎来发展黄金期。

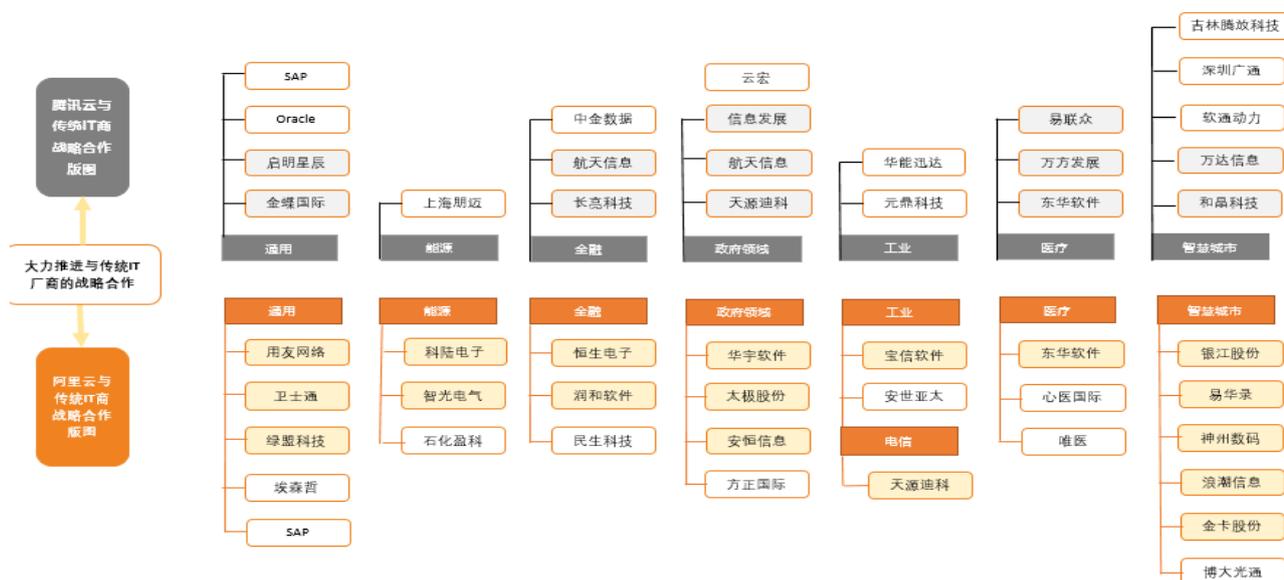
巨头加强与传统软件厂商合作，共拓 B 端市场。对于 C 端市场而言，快速迭代、小步快跑是市场拓展的主要打法。但在 B 端市场，首先，不同行业信息化产品有着深刻的业务特性，短期内难以掌握；其次，企业客户规模、性质不同，信息化程度差异较大；再次，企业端客户的渠道体系十分复杂，难以攻克。因此，C 端标准化、快速复制的打法在 B 端不能适用。巨头进入 B 端市场，需依托传统软件厂商。因此，2017 年以来，阿里巴巴、腾讯等互联网巨头加强了与传统软件企业的合作，以合作共赢姿态，共同拓展产业互联网市场。

表 1：2018 年以来，部分重磅医疗信息化利好政策

时间	公司名称	组织架构调整内容
2018 年 5 月	京东	京东金融开启组织架构大调整，此次调整的核心是将 To C 业务和 To B 业务明确划分，新成立企业服务群组，由供应链金融部、金融科技业务部、农村金融部农村信贷部、保险业务部与支付业务部等 B 端业务部门组成，以期打通 B 端，将 B 端的业务风控、前台研发职能统一。
2018 年 9 月	腾讯	新成立云与智慧产业事业群、平台与内容事业群。腾讯总裁刘炽平表示，互联网即将进入下半场，各行各业迎来更大规模的产业升级。在接下来的 10 年，整个社会将从消费互联网迈向产业互联网。在互联网上半场，腾讯的使命是做好连接；而在下半场，腾讯的使命是成为各行各业最贴身的数字化助手。
2018 年 11 月	阿里巴巴	阿里云升级阿里云智能，天猫自我升级和裂变为天猫，为未来 5 年到 10 年的发展奠定组织基础和领导力量，全面拥抱数字时代，全力打造阿里商业操作系统。
2018 年 12 月	百度	百度宣布对技术体系架构进行整合，ABC 智能云事业部升级为智能云事业群组，同时承载人工智能 To B 业务和云业务。此次组织升级后，智能云事业群组将充分利用百度在人工智能、大数据及云计算方面的技术优势，聚焦关键赛道，实现前端业务和技术平台的资源高效统筹及组织全面协同，强化集中资源“打大仗、打硬仗”的能力，帮助百度客户完成智能化转型、早日迈入 AI 时代。

资料来源：Techweb、新浪、腾讯科技等，天风证券研究所

图 15：2017 年以来，腾讯、阿里巴巴等巨头加强与传统 To B 公司的合作

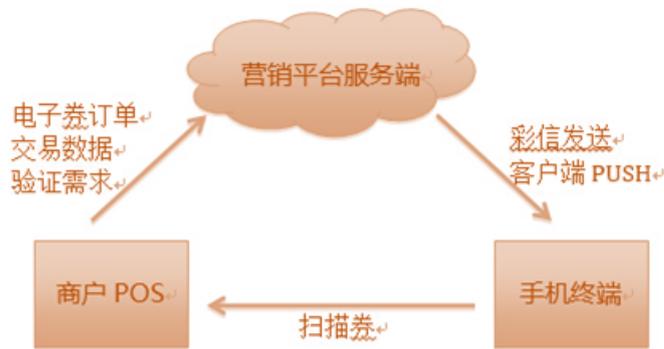


资料来源：各公司公告，天风证券研究所

2.2. 计算机后周期影响相对较小，泛 TO G 信息化有望持续高增长

从软件到云，IT 更多与业务结合，需求“刚性”，受经济下行影响程度低。当下 IT 行业存在两大趋势：首先，软件部署方式正由本地化部署转为云 SaaS 部署，付费方式从一次性收费变为分期订阅付费，这大大降低了企业利用信息化手段实现现代化管理的门槛。其次，传统 IT 系统主要企业降低企业成本、提升经营管理效率。而随着互联网、移动互联网、大数据的发展，软件更多与企业业务相结合，软件的价值已经从降低成本、提升效率升级至获取客户、创造收入。对企业而言，获客创收是其经营最为重要的目标，因此，企业对 IT 系统的依赖越来越高，需求越发“刚性”，受经济下行影响程度相对较低。以新大陆为例，公司传统支付产品为金融 POS 终端、移动支付终端、智能多媒体终端等硬件产品，但公司利用移动互联网、智能客户端、二维码等新技术，并将其与移动支付收单业务相结合，形成新型电子营销平台，该平台能够有效地降低营销成本，并提高营销效果吸引消费者到店消费。新大陆新型电子营销平台已成为商户获客增收的重要工具。

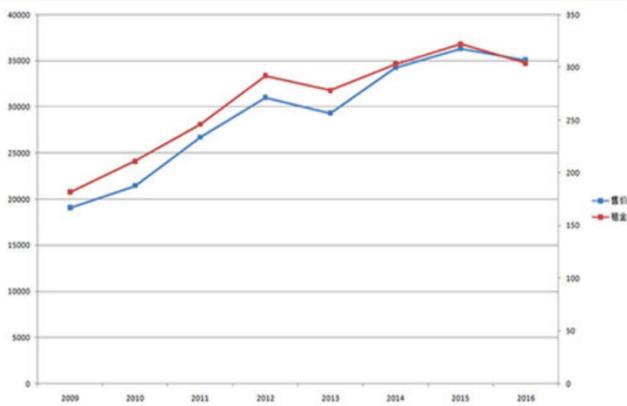
图 16：新大陆电子营销平台助理企业获客增收



资料来源：新大陆支付官网，天风证券研究所

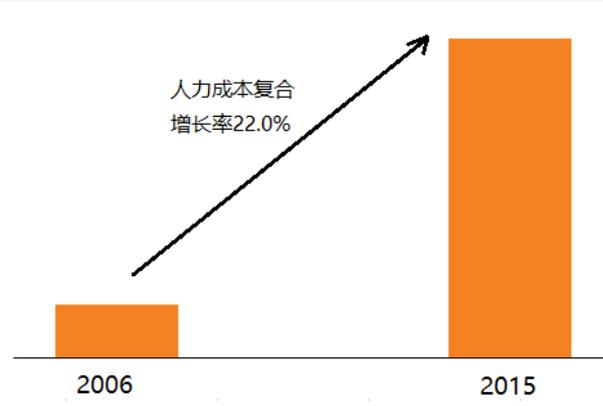
人力成本、办公场地成本提升明显，IT 性价比优势明显。据全联房地产商会写字楼分会及 CORC 数据，截止 2016 上海甲级写字楼平均售价由 2009 年不到 20000 元价格上升至 2016 年近 35000 元，上涨约 75%。人力成本方面，据德勤数据，2006-2015 年中国劳动力成本上升 500%，复合增长率高达 22.0%。相比于其他因素，利用信息化手段扩大收入、降低成本、提升效率优势更为明显。

图 17：2009-2016 年上海甲级写字楼租金指数及价格指数



资料来源：全联房地产商会写字楼分会、CORC，天风证券研究所

图 18：中国制造业员工成本高速增长

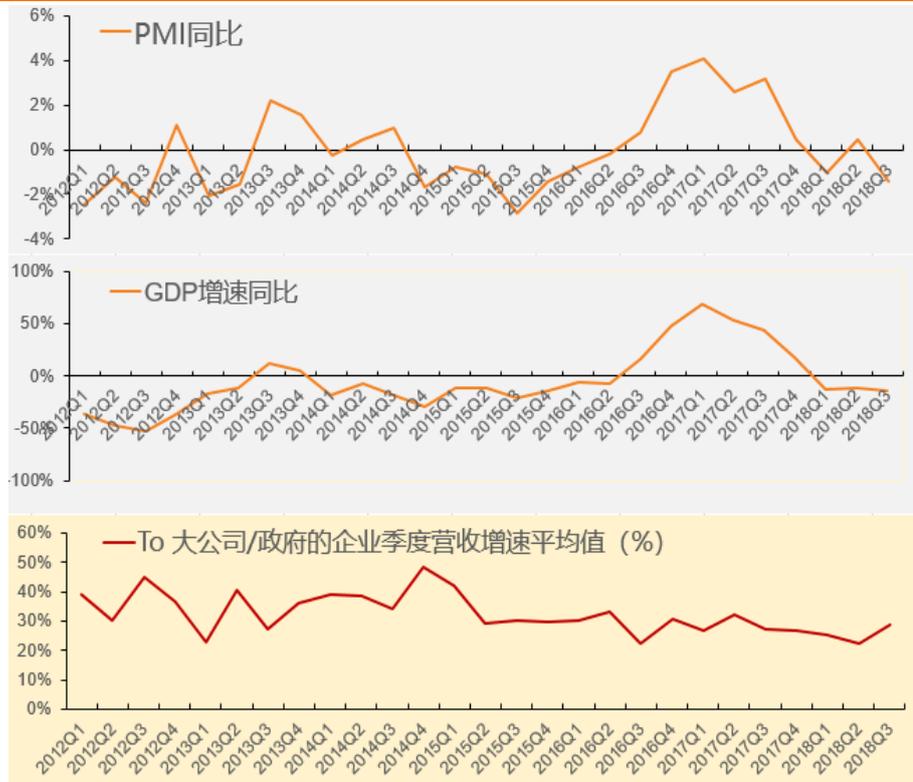


资料来源：德勤、财新视听，天风证券研究所

泛 To G 信息化投资稳定，医疗、教育等民生领域需求更为刚性。计算机行业公司下游客户以政府、国企居多，政府财政支出相对刚性，有相对稳定的资金投入信息化建设。此外，IT 投入占大企业支出比例相对不高，且大企业业务流程多、组织机构复杂，对 IT 系统依赖

度高，所以经济下行对其 IT 投入影响相对较小。因此，整体而言，泛 To G 的信息化公司受经济影响较小。以教育、医疗为代表民生领域，信息化支出更为刚性，增速更有保障。

图 19：泛 To G 企业业绩受宏观经济营销相对较小

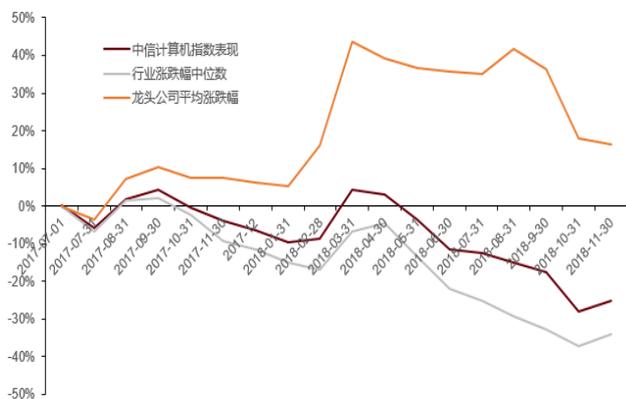


资料来源：Wind，天风证券研究所整理。注：样本公司为科大讯飞、易华录、华宇软件、东方国信、美亚柏科、航天信息、金证股份、润和软件、万达信息。

2.3. 19 年细分领域中小市值优质龙头更值得关注

整体而言，大公司与宏观经济相关性较高，细分领域龙头可以脱离经济周期。从与宏观经济性相关性角度：大公司、龙头公司虽然能够通过提高市占率降低影响，但整体而言，与经济的相关性较高。而部分细分领域虽然行业空间有限，但也正因为如此可能完全不受经济影响，甚至逆周期。

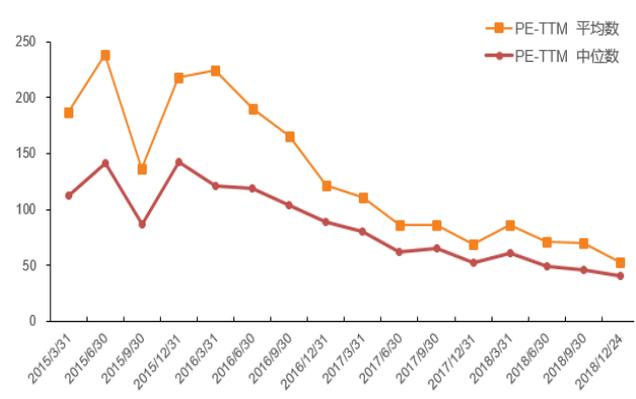
图 20：2017-2018 年龙头公司超额收益明显



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：选取的龙头公司分别卫宁健康、长亮科技、用友网络、美亚柏科、恒华科技、广联达、超图软件、航天信息、浪潮信息、太极股份、中科曙光、恒生电子、汉得信息、科大讯飞、启明星辰

图 21：板块市值 100 亿以下公司估值已具吸引力



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：剔除负值，以及对结果影响较大的凯瑞德、方正科技、三泰科技、榕基软件、易联众、湘邮科技、御银股份、全职科技、天泽信息、神州泰岳。

中小市值龙头公司的估值相比大公司已经显现出优势。过去两年，大公司、龙头公司超额收益明显，显著跑赢板块，估值水平较高。而中小市值龙头公司经过 2015-2018 年近三年的调整后，估值已经显示出吸引力。整体而言，中小市值龙头公司的估值水平已经低于大龙头公司，而未来两年的增速超过大公司的概率高，2019 年细分领域中小市值龙头公司机会相对更大，值得重视。

3. 泛 TO G 信息化预计持续高增长

3.1. 新一轮组织机构变革催生 TO G 信息化大机遇

3.1.1. 经验显示，组织变革将带来新的信息化需求

历次党和国家机构的重大改革，都带来了相关部门信息化需求的集中释放。1981 年以来，党中央部门进行了 4 次改革，国务院机构进行了 7 次改革，逐步建立起具有我国特点的党和国家机构职能体系。其中涉及到职责、权责的问题，均会带来相应的信息流上的改变。此外每次改革，都不会一蹴而就，也不会一劳永逸。因此，服务于组织机构变革的电子政务和信息化建设，在不同阶段均会承担不同的建设内容。

表 2：历次国务院机构改革

1982 年	重组国家经济委员会；设立国防科学技术工业委员会（原国务院国防工业办公室与中国人民解放军国防科学技术委员会、中央军事技术装备委员会办公室合并）；重组商业部（原商业部与全国供销合作总社和粮食部合并）；设立对外经济贸易部（原进出口管理委员会、外国投资管理委员会、对外经济联络部和对外贸易部合并）；设立农牧渔业部（原农业部、农垦部、国家水产总局合并）；成立国家经济体制改革委员会；组建劳动人事部和广播电视部；新华通讯社作为国务院的组成部门
1988 年	新组建国家计委（撤销原计委）、机械电子部（原机械部、电子部）、航天航空部（原航天部、航空部）、能源部（原煤炭部、石油部）、水利部、建设部、人事部、劳动部、物资部（撤销国家物资局）；新华社改为国务院直属事业单位
1993 年	国家经贸委（原国务院经贸办改建）；设立电力部、煤炭部（撤销能源部）；设立机械部、电子部（撤销机械电子部）；设立国内贸易部（撤销商业部、物资部）；组建国家航空工业总公司、航天工业总公司（撤销航空航天部）
1998 年	组建劳动和社会保障部；组建国土资源部；组建信息产业部；组建新的国防科工委；国家计委更名为国家发展计划委员会；国家科委更名为科技部；国家教委更名为教育部；国家经济体制改革委员会改为国务院高层次的议事机构，不再列入国务院组成部门序列；将煤炭、冶金、机械等 9 个工业部先改成国家经贸委管理的国家局（2000 年全部撤销）
2003 年	设立国务院国有资产监督管理委员会；组建国家发展和改革委员会（国家发展计划委员会改组）；设立中国银行业监督管理委员会（中国人民银行对银行、资产管理公司、信托投资公司及其他存款类金融机构的监管职能分离出来，并和中央金融工委的相关职能进行整合）；组建商务部；组建国家食品药品监督管理局（在原国家药品监督管理局基础上）；国家安全生产监督管理局改为国务院直属机构（原有国家经贸委管理）
2008 年	设立高层次议事协调机构国家能源委员会，组建国家能源局（整合原国家发展和改革委员会的能源行业管理有关职责及机构，国家能源领导小组办公室的职责、国防科学技术工业委员会的核电管理职责）；组建工业和信息化部（整合原国家发展和改革委员会的工业行业管理有关职责，国防科学技术工业委员会核电管理以外的职责，信息产业部和国务院信息化工作办公室的职责），组建国家国防科技工业局；组建交通运输部（整合原交通部、中国民用航空总局的职责，建设部的指导城市客运职责），组建国家民用航空局；组建人力资源和社会保障部（整合原人事部、劳动和社会保障部的职责），组建国家公务员局；组建环境保护部（不再保留国家环境保护总局）；组建住房和城乡建设部（不再保留建设部）；国家食品药品监督管理局改由卫生部管理
2013 年	不再保留铁道部，原铁道部拟订铁路发展规划和政策的行政职责划入交通运输部，组建国家铁路局，由交通运输部管理，承担铁道部的其他行政职责，组建中国铁路总公司，承担铁道部的企业职责；组建国家卫生和计划生育委员会（整合原卫生部的职责、国家人口和计划生育委员会的计划生育管理和服务职责）；组建国家食品药品监督管理总局（整合原国务院食品安全委员会办公室的职责、国家食品药品监督管理局的职责、国家质量监督检验检疫总局的生产环节食品安全监督管理职责、国家工商行政管理总局的流通环节食品安全监督管理职责）；组建

国家新闻出版广电总局（将国家新闻出版总署、国家广播电影电视总局的职责整合）；重新组建国家海洋局（将原国家海洋局及其中国海监、公安部边防海警、农业部中国渔政、海关总署海上缉私警察的队伍和职责整合）；重新组建国家能源局（将原国家能源局、国家电力监管委员会的职责整合）

资料来源：中国机构编制网、天风证券研究所

以 2018 年组建的应急管理部为例，新部门极大推动了相关部门的信息化建设。为了防范化解重特大安全风险，健全公共安全体系，整合优化应急力量和资源，我国于 2018 年 3 月通过了国务院机构改革方案，组建了应急管理部门。该部门将国家安全生产监督管理总局的职责，国务院办公厅的应急管理职责，公安部的消防管理职责，民政部的救灾职责等职责整合。这些职责要求建立统一的灾情报告系统发布灾情，建立统一的调度系统调度物资储备，建立统一的指挥体系指挥救急等等，通过对事务的电子化使得该部门有能力承担应对特别重大灾害的工作。这一部门的成立对应急管理体系原有供应商辰安科技而言，在保持原有行业市占率基础上，今年上半年新承接了一系列应急平台运维项目，从应急、安监、预警、环境等单一领域平台建设向应急管理部所管辖的跨平台运营维护拓展新业务。

3.1.2. 政府支出总体趋紧背景下，新组建机构的信息化需求增长最明确

按照历史规律，我们可以看到，中央项目的投资受单一事件驱动较明显，每年建设加服务的市场规模在几十亿元左右。而地方项目的建设通常比中央政府略有滞后，主要是各地区建设节奏不同步导致，但主要建设内容仍是为地方委办局对应的中央政府配套带来的信息化投资。自 2013 年以后，地方项目软件投资稳定在千亿以上，2017 年服务规模也达到千亿级别。

2018 年 3 月，中共中央印发了《深化党和国家机构改革方案》，改革了多个机构设置。该改革后，国务院正部级机构减少了 8 个，副部级机构减少了 7 个，除国务院办公厅外，国务院设置组成部门 26 个。

图 22：本轮机构改革内容以及改革后国务院组成部门



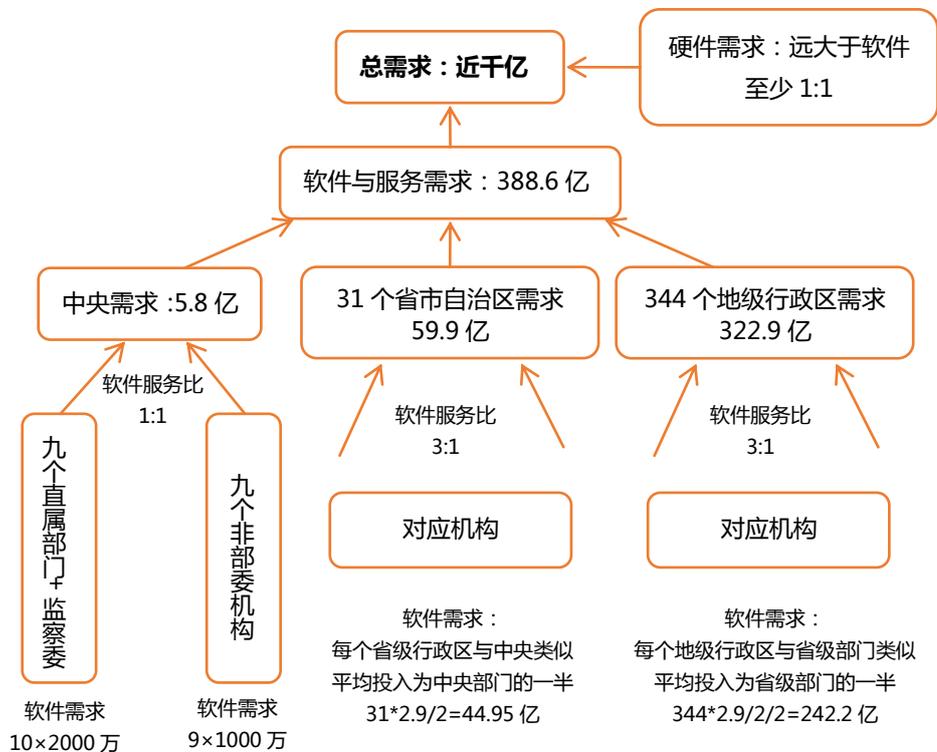
资料来源：新华社、天风证券研究所

本次组织机构改革在原有部委基础上，新组建了 9 个国务院直属部门，以及国家监察委员会；同时新组建了国家市场监督管理总局等 9 个机构。根据中央政府采购网公开中标情况，我们假设国务院直属部门初始建设投入 2000 万元、9 个非部委机构初始建设投入 1000 万元，按照软件与服务 1:1 配套计算，中央级投资总计 5.8 亿元。

由中央对应到地方的 31 个省市自治区，假设每个省一级行政区划平均投入为中央政府部门的一半，则省一级地方对应的项目金额共计 44.95 亿元。再由省一级地方政府向下延伸至地市级，假设每个市平均投入为省一级地方政府投入的一半，则全国 334 个地级行政区（包含地级市、州、盟、地区等）对应投资额共计 242.15 亿元。按照软件与服务 3:1 配套计算，省市级投资总计 382.8 亿元。

加总后，中央和省市两级软件+计算机服务的总投资额将达到 388.6 亿元。此外，由于此处基本没有考虑到硬件和基础设施建设（部委合并后基础设施理论上可以复用），按照我国 IT 基础设施投资软件远小于硬件的比例来看，整体市场规模将接近千亿级别。

图 23：机构改革新需求规模估算



资料来源：天风证券研究所

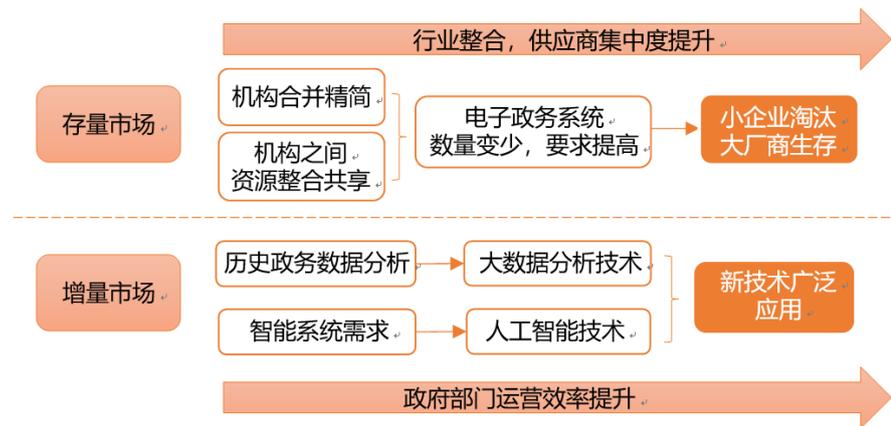
此外，系统和网络安全的需求一直存在并愈加被重视。为加强网络安全建设和顶层设计，中央网络安全和信息化领导小组于 2014 年 2 月正式成立，中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平亲自担任组长，李克强、刘云山任副组长。网络安全与信息化发展的“破题之笔”包括：通过建立新的体制，实现军民优势互补、融合发展。制定立法规划，完善互联网信息内容管理、关键信息基础设施保护等法律法规，对重要技术产品和服务提出安全管理要求等。在随后几年中，《网络安全法》于 2016 年 11 月正式颁布，并引导关键信息基础设施保护等中央网络安全和信息化小组成立初期的重点内容开展信息基础设施建设。2018 年 3 月，根据中共中央印发了《深化党和国家机构改革方案》，将中央网络安全和信息化领导小组改为中国共产党中央网络安全和信息化委员会，将统筹国家层面网络安全的建设。

3.1.3. 新一轮机构改革将进一步提升电子政务市场集中度

以此改革为契机，电子政务行业发展来到了一个新的阶段。我们认为，站在当前时点，看新一轮机构改革对未来 3-5 年电子政务市场带来的变革，新技术将更大范围得到应用，市场集中度也将提升。

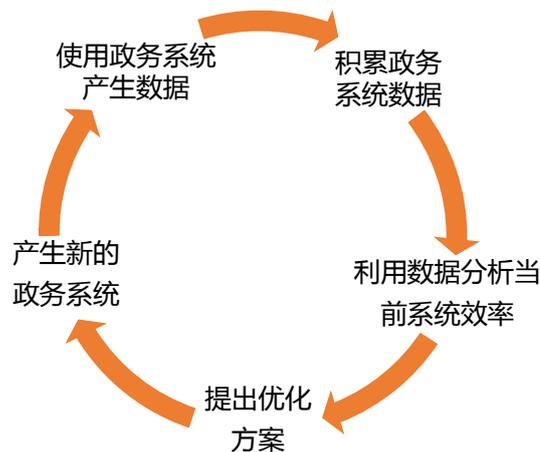
1. **从存量市场角度，供应商的集中度有望提升。**机构设置改革的目的是为了提高效率效能，构建系统完备、科学规范、运行高效的党和国家机构职能体系。所以随着改革的落实，我国机构设置将会有效地精简，某些相关机关会合并，冗余机关会被撤销。这种改革的完成会对电子政务系统的构建提出更高的技术要求和资质要求：一方面，随着改革完成政务子系统的总数量势必减少，越来越少的企业可以获得相关订单。另外一方面，政务系统也会合并升级，这对政务系统的并行处理能力和交互能力也提出了更高的要求。因此，只有技术领先的大厂商才能在未来的电子政务市场中大展拳脚。国家也在《政务信息系统整合共享实施方案》中明确提出消除“僵尸”信息系统的任务，这也印证了我们的分析思路。
2. **从增量市场角度，新技术将得到最大范围的应用和推广。**电子政务最终的目标是实现国家治理现代化。而很重要的一个实现方式是利用政务系统中沉淀的数据进行分析，逐渐完善政务系统，提高其工作效率，产生一个良性循环。这其中大数据分析和 AI 技术是很重要的实现方式。如当前各地政务云的建设，打通地方委办局之间的数据，实现政府服务“只进一扇门”、“最多跑一次”的标准。又如公安、司法等部门已经应用人脸识别、人工智能+数据服务等方式，利用演唱会安检识别出隐藏在歌迷中的逃犯，从而大大提升了执法部门的运营效率。

图 24：电子政务市场未来发展特点



资料来源：天风证券研究所

图 25：大数据、AI 等技术在政务系统中应用的良性循环

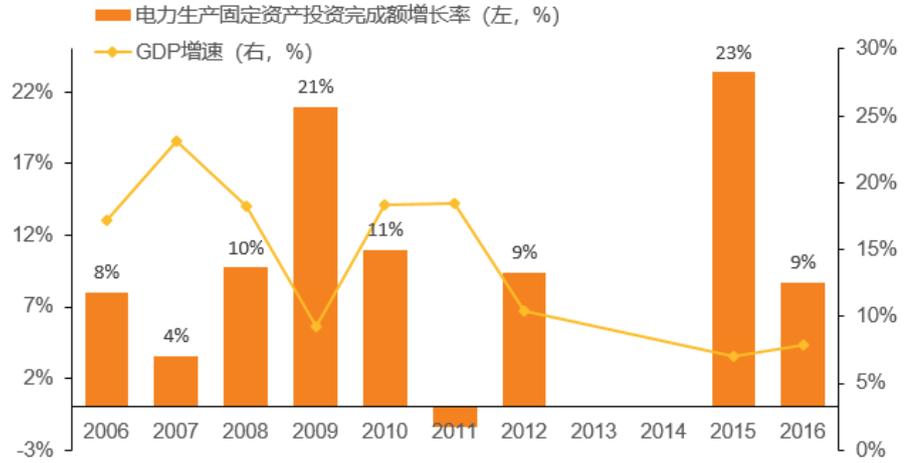


资料来源：天风证券研究所整理

3.2. 逆周期调控助推电力信息化等加速增长

电力行业是逆周期调控的重要方向。从历史情况来看，作为基础设施的重要构成之一，电力行业是逆周期调控的重要方向。当前，“内忧外患”背景下，经济下行压力大，以特高压和配电网为代表，电力行业投资有望持续提速。

图 26：电力行业是逆周期调控的重要手段



资料来源：Wind，天风证券研究所（电力投资 2013、2014 年数据缺失）

3.2.1. 特高压领域混合所有制改革，行业投资力度持续扩大

特高压领域投资重启，混合所有制改革进一步吸引社会资本。2018 年 9 月 7 日，国家能源局印发《关于加快推进一批输变电重点工程规划建设工作的通知》，《通知》指出，要加快推进青海至河南特高压直流、白鹤滩至江苏、白鹤滩至浙江特高压直流等 9 项重点输变电工程建设，合计输电能力 5700 万千瓦。特高压投资建设再度重启。2018 年 12 月 25 日，在国家电网召开全面深化改革十大举措新闻发布会上，国电相关人士表示：国家电网特高压直流工程领域将积极引入保险、大型产业基金以及送受端地方政府所属投资平台等社会资本参与建设。特高压领域的混合所有制改革，预计将吸引社会资本陆续入局，行业投资建设力度有望持续扩大。

图 27：特高压线投资建设再度重启

附件		关于需加快推进的输变电重大工程情况表			
序号	项目名称	建设方案	建设必要性	输电能力 (万千瓦)	预计核准开工时间
1	青海至河南特高压直流工程	建设 1 条±800 千伏特高压直流工程，落点河南驻马店；配套建设驻马店-南阳、驻马店-武汉特高压交流工程	满足青海清洁能源送出及河南负荷需要	800	2018 年第四季度
2	陕北至湖北特高压直流工程	建设 1 条±800 千伏特高压直流工程，落点湖北武汉；配套建设荆门-武汉特高压交流工程	满足陕北能源基地送出及湖北负荷需要	800	2018 年第四季度
3	张北-雄安特高压交流工程	建设张北-雄安 1000 千伏双回特高压交流线路	满足张北地区清洁能源外送及雄安新区清洁能源供电需要	600	2018 年第四季度
4	雅中至江西特高压直流工程	建设 1 条±800 千伏直流工程，落点江西南昌；配套建设南昌-武汉、南昌-长沙特高压交流工程	满足四川水电外送需要，及江西、湖南等华中地区用电需求	800	2018 年第四季度
5	白鹤滩至江苏特高压直流工程	建设 1 条±800 千伏直流工程，落点江苏锡东地区	白鹤滩电站已于 2017 年 7 月核准开工，首台机组拟于 2021 年 6 月投运。该工程可满足电源送出需要，及江苏、浙江不断增长的用电需求	800	2019 年
6	白鹤滩至浙江特高压直流工程	建设 1 条±800 千伏直流工程，落点浙江	同上	800	2019 年
7	南阳-荆门-长沙特高压交流工程	建设南阳-荆门-长沙 1000 千伏双回特高压交流线路	华中大规模接入多回直流后，需对华中电网网架结构进行加强，提高受端电网的安全稳定水平	600	2019 年
8	云贵互联通道工程	建设 ±500 千伏直流工程	实现云南贵州水火互济，促进云南富余水电消纳	300	2019 年
9	闽粤联网工程	建设直流背靠背及相关配套工程	加强国家电网与南方电网之间的电气联系，实现国家电网和南方电网互补余缺、互为备用和紧急事故支援	200	2019 年
合计				5700	

资料来源：电力界，天风证券研究所

3.2.2. 配网投资第四期试点启动，配售电业务迎来政策红利期

配网投资第四期试点启动，配售电业务迎来政策红利期。国家能源局 2015 年 8 月发布《配电网建设改造行动计划（2015—2020）》，计划指出，2015-2020 年，配电网建设改造投资不低于 2 万亿元，“十三五”期间累计投资不低于 1.7 万亿元。2018 年 12 月，发改委、能源局发布《关于请报送第四批增量配电业务改革试点项目的通知》，文件指出第四批增量配电试点申请正式启动，具四大亮点：

- 定位高，要求各地和电力企业要提高政治站位，把推进增量配电业务改革作为深化电改、支持民营企业发展的重要举措；
- 新的要申请老的要落地，文件提出在大力推动前三批增量配电业务改革试点项目的同时，组织报送第四批试点项目；
- 进一步下沉，试点向县域延伸。前三批已基本实现地级以上城市全覆盖的基础上，第四批将试点向县域延伸；
- 总结前三批试点经验基础上，更好地推动落地。具体而言，要求精心选择试点项目，明确牵头单位尽快报送试点意见，提出电网企业要全力支持试点项目。

表 3：配电网建设利好政策持续不断

2015.8	《配电网建设改造行动计划（2015—2020）》	2015-2020 年，配电网建设改造投资不低于 2 万亿元，其中 2015 年投资不低于 3000 亿元，“十三五”期间累计投资不低于 1.7 万亿元。预计到 2020 年，高压配电网变电容量达到 21 亿千伏安、线路长度达到 101 万公里，分别是 2014 年的 1.5 倍、1.4 倍，中压公用配变容量达到 11.5 亿千伏安、线路长度达到 404 万公里，分别是 2014 年的 1.4 倍、1.3 倍。
2016.11	《电力发展“十三五”规划（2016—2020）》	理布局能源富集地区外送，建设特高压输电和常规输电技术的“西电东送”输电通道，新增规模 1.3 亿千瓦，达到 2.7 亿千瓦左右；优化电网结构，提高系统安全水平。电网主网架进一步优化，省间联络线进一步加强。充分论证全国同步电网格局，进一步调整完善区域电网主网架，探索大电网之间的柔性互联，加强区域内省间电网互济能力。严格控制电网建设成本，提高电网运行效率。全国新增 500 千伏及以上交流线路 9.2 万公里，变电容量 9.2 亿千伏安。
2018.2	《2018 年能源工作指导意见》	继续优化主网架布局和结构，深入开展全国同步电网格局论证，研究实施华中区域省间加强方案，加强区域内省间电网互济能力，推进配电网建设改造和智能电网建设，提高电网运行效率和安全可靠性；持续完善中长期电力交易机制，进一步推进电力辅助服务市场建设，积极稳妥推进电力现货市场建设试点，规范电力市场交易行为，加快推进配售电改革，完善增量配电业务改革试点配套政策，加强售电侧市场规范与引导，提高电力市场化交易比重。
2018.12	《关于请报送第四批增量配电业务改革试点项目的通知》	鼓励县级以上工业园区（经济开发区）、产业园区开展增量配电业务改革试点。鼓励拥有配电网存量资产控股权的地方电网、趸售县等开展增量配电业务改革试点。鼓励拥有配电网资产的油田、工矿企业生产区开展增量配电业务改革试点。鼓励电网企业以外已投资、建设和运营存量配电网的项目投资者，直接向省政府相关部门申请将其作为增量配电业务改革试点，项目业主不变，不再履行招标程序。鼓励供水、供气、供热等公共服务行业和节能服务公司参与增量配电业务改革。

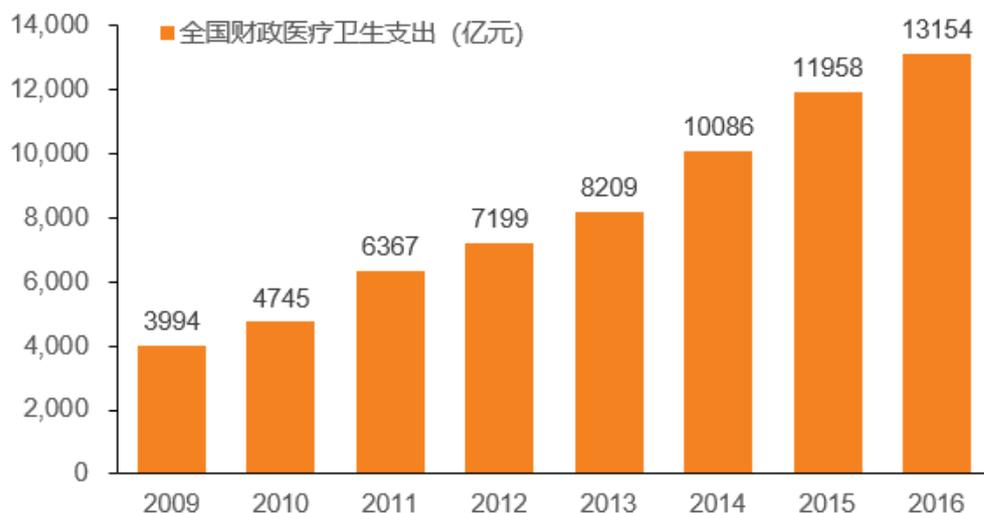
资料来源：国家电网、国务院官网等、天风证券研究所

3.3. 医疗、教育等民生信息化政策红利开始显现

3.3.1. 医疗信息化：医疗卫生是需求最为刚性的行业之一

医疗卫生支出刚性。据医学界、健康界数据，2016 年全国财政医疗卫生支出 13154 亿元，较 2009 年 3994.19 亿元增长 229%，2009-2016 年复合增长率高达 18.6%。信息化系统作为医疗机构进行现代管理化管理的重要工具，是需求最为刚性的行业之一。

图 28：全国财政医疗卫生支出稳定增长



资料来源：健康界、医学界，天风证券研究所

3.3.2. 教育：2.0 政策落地，信息化有望加速推进

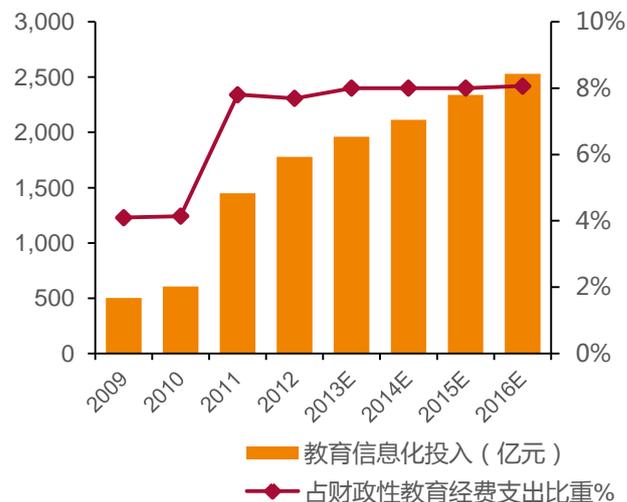
教育信息化千亿市场起航。教育信息化市场主要依赖于政府投入，我国 GDP 中 3%-4% 用于财政性教育经费支出。而《教育信息化十年发展规划》要求：各级政府在教育经费中按不低于 8% 的比例列支教育信息化经费。据此测算，2016 年，我国教育信息化市场的规模约为 2530 亿元。从历年政策投入情况来看，无论是财政性教育经费在 GDP 中的比重，还是教育信息化支出在财政性教育经费支出中的比重都在逐渐增加，随着经济的发展，教育信息化千亿市场起航。

图 29：历年财政性教育经费支出状况



资料来源：Wind，天风证券研究所测算

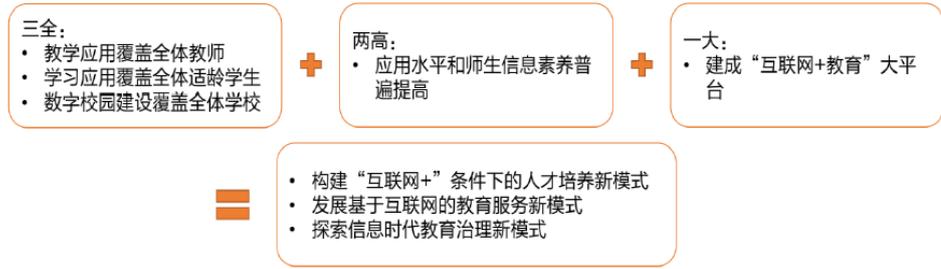
图 30：历年政府教育信息化支出状况



资料来源：教育部，天风证券研究所测算

信息化新政颁布，行业景气度持续向上。2018 年 4 月，教育部印发《教育信息化 2.0 行动计划》，提出要到 2022 年基本实现“三全两高一”的发展目标。教育信息化 2.0 政策落地，推动智慧校园 2.0 时代的到来，“互联网+”的高校信息化潮流有望引领行业新一轮快速发展。2012 年提出的教育信息化 1.0 时代聚焦于信息化基础设施，实现“三通两平台”的目标：宽带网络校校通、优质资源班班通、网络学习空间人人通，建设教育资源公共服务平台、教育管理公共服务平台。在移动互联网时代，2.0 在 1.0 基础之上，提质增效、融合发展、加强创新，构建一体化的“互联网+教育”大平台，行业景气度持续向上。

图 31：大数据、AI 等技术在政务系统中应用的良性循环



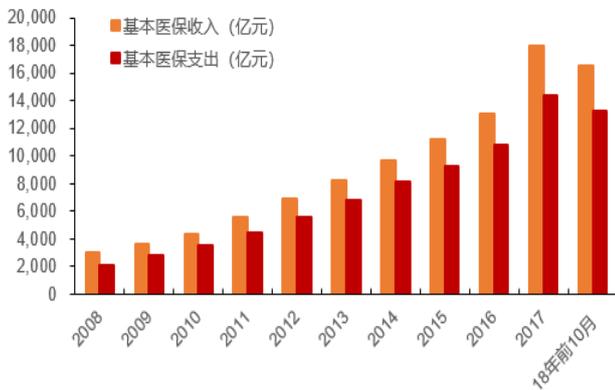
资料来源：《教育信息化 2.0 行动计划》，天风证券研究所

4. 政策利好不断，医疗信息化有望持续高景气

4.1. 政策利好持续释放，医疗信息化迎来发展黄金期

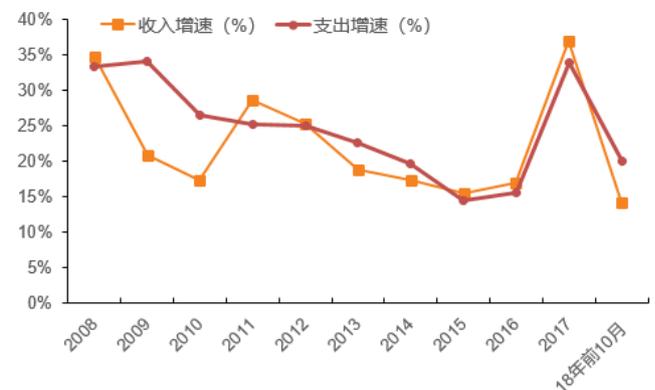
预计 2024 年我国城镇职工医疗保险基金将出现累计结余亏空 7353 亿元，医保收支平衡压力大。受经济增速放缓影响，职工工资增速放缓，城镇职工基本医疗保险基金收入增幅下降。同时，医疗费用急剧上涨、医疗服务需求扩大、人口老龄化加速，医疗保险基金支出持续增长。据人社部数据，2018 年前十月，全国医保基金总收入 16558.7 亿元，同比增长 14.11%，同期医保基金总支出为 13252.5 亿元，同比增长 19.96%，支出增速超过收入增速近 5.85pct。据《中国医疗卫生事业发展报告 2014》指出，2024 年我国城镇职工医疗保险基金将出现累计结余亏空 7353 亿元，医保端收支平衡压力巨大。

图 32：医保基金近十年收支情况



资料来源：人社部，天风证券研究所

图 33：医保基金支出增速超过收入增速



资料来源：人社部，天风证券研究所

从电子病历到控费，医疗信息化迎来投资建设高峰期。作为控费最重要的手段之一，信息化系统建设逐渐得到政府重视，2018 年以来，国务院、卫健委、医保局陆续密集出台数十项政策，加强医院、区域信息化系统建设，力度空前。分析本轮政策特征：从节奏上看，政策发布密集，年初至今信息化相关政策达数十项。从内容上看，“加快”一词成为高频词汇，电子病历、互联互通、远程诊疗、DRGs 成为重点。我们认为，政策反映了医保控费的迫切性，后续相关政策有望持续超预期，以电子病历、DRGs 系统为代表的信息化建设迎来发展高峰期。

- **电子病历：**到 2019 年，所有三级医院要达到分级评价 3 级以上；到 2020 年，所有三级医院要达到分级评价 4 级以上，二级医院要达到分级评价 3 级以上；
- **互联互通：**三级医院要在 2020 年前实现院内医疗服务信息互通共享，有条件的医院要尽快实现，二级以上医院普遍提供分时段预约诊疗、智能导医分诊、候诊提醒、检验检查结果查询、诊间结算、移动支付等线上服务；

- **远程诊疗**：2018 年底前，远程医疗要覆盖所有城市医疗集团和县域医共体；2020 年底前，远程医疗要覆盖医联体内基层医疗卫生机构；
- **DRGs**：加快推进按疾病诊断相关分组（DRGs）付费国家试点，探索建立 DRGs 付费体系，并决定组织开展 DRGs 国家试点申报工作，原则上各省可推荐 1-2 个城市作为国家试点候选城市。

表 4：2018 年以来，医疗信息化重磅政策频出

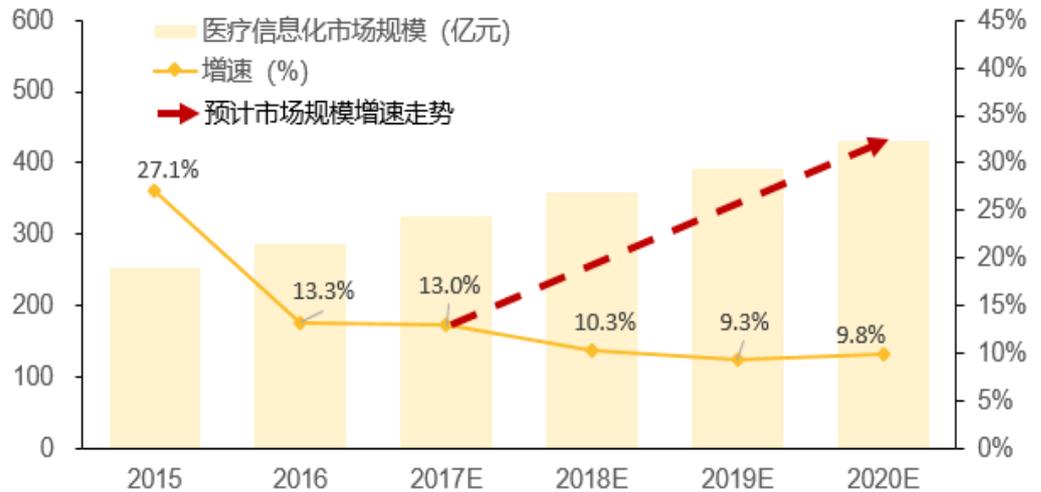
时间	颁布机构	政策文件	主要内容
2018/4	国务院	关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见	三级医院要在 2020 年前实现院内医疗服务信息互通共享，有条件的医院要尽快实现，二级以上医院普遍提供分时段预约诊疗、智能导医分诊、候诊提醒、检验检查结果查询、诊间结算、移动支付等线上服务。
2018/8	卫健委等	关于进一步做好分级诊疗制度建设有关重点工作的通知	加快推进信息化建设，鼓励医联体、医共体使用电子健康卡实现基层首诊、远程会诊、双向转诊“一卡通”，为居民提供连续医疗服务。在医联体内积极运用互联网技术，加快实现医疗资源上下贯通、信息互通共享、业务高效协同，便捷开展预约诊疗、双向转诊、远程医疗等服务，推进“基层检查、上级诊断”，推动构建有序的分级诊疗格局。2018 年底前，远程医疗要覆盖所有城市医疗集团和县域医共体；2020 年底前，远程医疗要覆盖医联体内基层医疗卫生机构。
2018/8	国务院	深化医药卫生体制改革 2018 年下半年重点工作任务	促进“互联网+医疗健康”发展。推进智慧医院和全民健康信息平台建设，加快推动医疗机构之间实现诊疗信息共享。
2018/8	卫健委等	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的通知	到 2019 年，辖区内所有三级医院要达到电子病历应用水平分级评价 3 级以上，即实现医院内不同部门间数据交换；到 2020 年，要达到分级评价 4 级以上，即医院内实现全院信息共享，并具备医疗决策支持功能。
2018/10	卫健委等	进一步改善医疗服务行动计划（2018-2020 年）	加强了信息化在医院建设中的考核力度，在重点考核的十条指标中，五条涉及到信息化建设。医疗服务考核总分 100 分，其中医疗信息化相关的指标占 32 分（预约诊疗 10 分、远程医疗 8 分、智慧医院 14 分）
2018/11	卫健委等	全面提升县级医院综合能力工作方案（2018-2020 年）	加快县级医院信息化建设，继续推进以患者为中心的医院信息化流程再造，加强以电子病历为核心的医院信息平台建设，逐步实现电子病历与电子健康档案相衔接。逐步运用信息化手段规范临床诊疗行为、开展医务人员绩效考核。
2018/1	卫计委	关于印发进一步改善医疗服务行动计划（2018-2020 年）	以“互联网+”为手段，建设智慧医院。利用互联网信息技术扩展医疗服务空间和内容，不断优化医疗服务流程，加强以门诊和住院电子病历为核心的综合信息系统建设。应用互联网、物联网等新技术，实现配药发药、内部物流、患者安全管理等信息化、智能化。
2018/4	国务院	关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见	三级医院要在 2020 年前实现院内医疗服务信息互通共享，有条件的医院要尽快实现，二级以上医院普遍提供分时段预约诊疗、智能导医分诊、候诊提醒、检验检查结果查询、诊间结算、移动支付等线上服务。
2018/12	卫健委	关于印发电子病历系统应用水平分级评价管理办法（试行）及评价标准（试行）的通知	到 2019 年，所有三级医院要达到分级评价 3 级以上；到 2020 年，所有三级医院要达到分级评价 4 级以上，二级医院要达到分级评价 3 级以上。

2018/12 医保局 关于申报按疾病诊断 加快推进按疾病诊断相关分组 (DRGs) 付费国家试点, 探索建立 DRGs 付
相关分组付费国家试 费体系, 并决定组织开展 DRGs 国家试点申报工作, 原则上各省可推荐 1-2
点的通知 个城市作为国家试点候选城市。

资料来源: 卫健委官网、卫健委微信公众号等, 天风证券研究所

2020 年我国医疗信息化市场规模将达到 430 亿元, 政策持续推动下, 行业需求有望持续超预期。据 IDC 预测, 2020 年, 医疗信息化市场规模达到 430 亿元, 2018-2020 年复合增长率 9.57%。2018 年政策密集推动下, 2020 年前后, 医疗信息化需求将加速释放, 行业需求有望持续超预期。

图 34: 医疗信息化市场需求有望加速释放



资料来源: IDC, 天风证券研究所

电子病历迎来建设大潮, 潜在市场规模 297-682 亿元。电子病历作为监督行医用药的关键系统, 对于规范医生、医院行为具有重要作用, 全面建设和升级电子病历系统是实现有效控费的关键性举措。新一轮政策明确要求: 到 2020 年, 三级医院电子病历要达到分级评价 4 级, 二级医院要达到 3 级。而目前我国三级医院电子病历平均是 2.11 级, 二级医院平均为 0.83 级, 建设升级市场空间巨大。据我们测算, 按照三级医院单价 500-1000 万、二级医院 200-500 万计算, 电子病历潜在市场规模高达 297-682 亿元。

图 35: 电子病历潜在市场规模近百亿



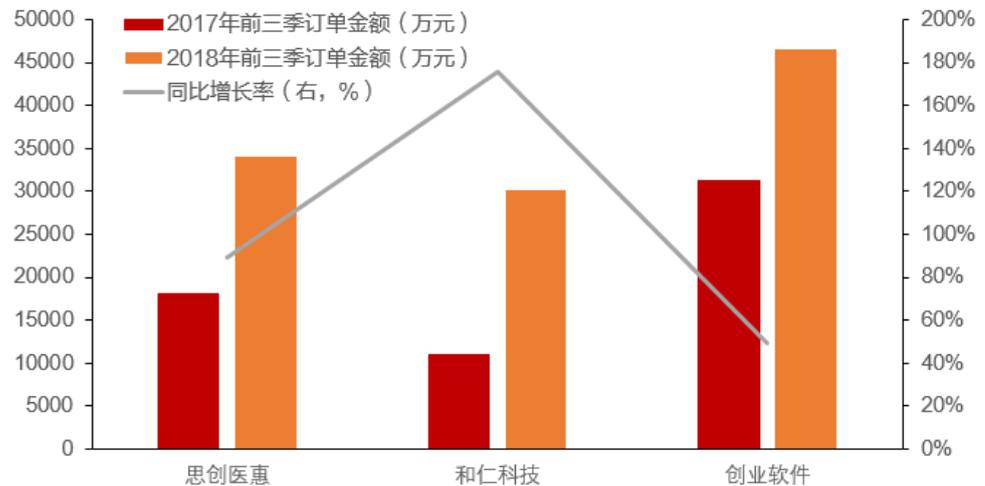
资料来源: 卫健委官网, 天风证券研究所

4.2. 订单保持高增长, 巨头入局加快新模式落地步伐

订单持续高增长, 印证行业高景气。2018 年前三季度: 和仁科技、思创医惠、创业软件订

单金额同比分别增长 175.6%、89.1%和 49.2%，印证行业高景气。

图 36：代表性公司订单金额同比高增长



资料来源：采招网，天风证券研究所整理

创新业务稳步推进，新模式持续落地：今年以来，各公司不断探索和发展新项目，业务发展势头迅猛。业务模式也由传统建设+维护模式，升级至运营分润模式。卫宁健康“4+1 战略”发展势头迅猛，纳里健康已对接医疗机构超 1800 家，注册医生超过 20 万名，服务患者突破 1 亿人次，前三季度实现收入 3300 万，标杆式邵逸夫医院即将投入运营；创业软件中山项目建设完成，预计年底投入运营。东方医院互联网医院预计明年建设完成，投入运营。创业软件大数据、健康电商、健康管理等新业务模式有望持续落地；和仁科技中标河南省省级大项目，新业务、新模式探索值得期待；东华软件健康乐患者管理平台已累计在全国 200 多家医院上线，为医院患者管理服务提供信息化支撑。

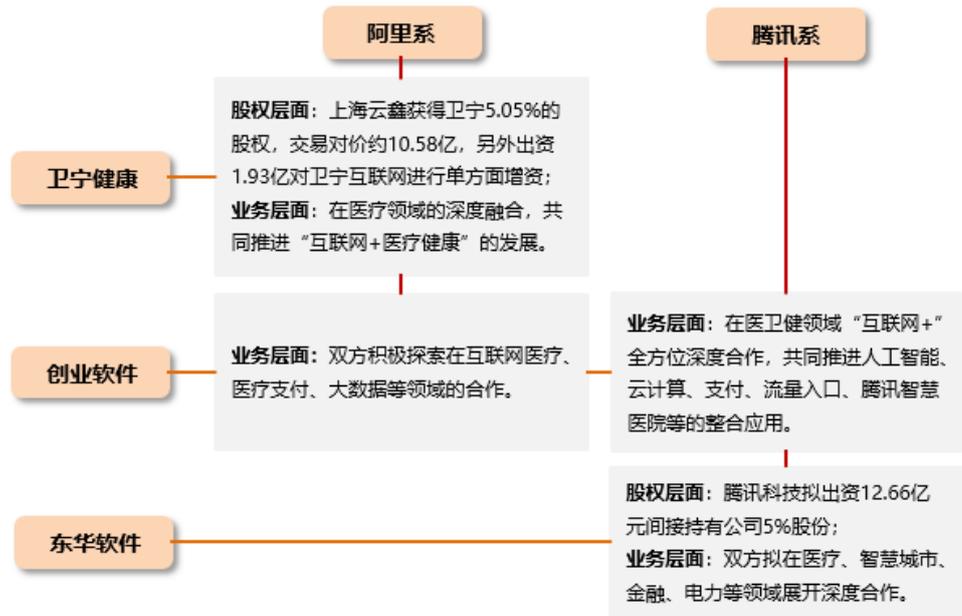
表 5：2018 年以来，部分重磅医疗信息化利好政策

公司名称	创新业务	2018 年创新业务进展
卫宁健康	4+1 战略	纳里健康平台已对接医疗机构超 1800 家，注册医生超过 20 万名，服务患者突破 1 亿人次，标杆式邵逸夫医院即将投入运营。身边医生覆盖基层卫生机构超过 1,200 家，月服务居民十万余次
创业软件	中山区域健康管理项目互联网医院运营	中山项目建设完成，预计年底投入运营，明年向全国复制。东方医院互联网医院预计明年建设完成，投入运营
和仁科技	河南省省级项目	中标河南省升级医疗信息化项目，河南省人口超过 1 亿，县城近 100 个。该项目有望开展新业务，实现商业模式升级。
东华软件	健康乐管理平台等	已累计在全国 200 多家医院上线

资料来源：各公司年报、官网，天风证券研究所

巨头入局凸显战略价值，业务拓展期待。2018 年以来，阿里、腾讯系频繁牵手医疗信息化公司，双方在业务、资本等多方位展开合作：**卫宁健康：**蚂蚁金服子公司上海云鑫 10.58 亿获得卫宁 5.05% 的股权，同时出资 1.93 亿元增资卫宁子公司卫宁互联网，双方将在支付、互联网医疗等多方面展开合作；**创业软件：**(1) 与腾讯在医卫健领域展开全方位战略合作；(2) 与蚂蚁金服签署合作协议，双方积极探索在互联网医疗、医疗支付、大数据等领域的合作；**东华软件：**腾讯以 12.66 亿元间接投资持有东华软件 5% 股权，双方联合发布面向医疗大健康行业的“一链三云”战略。巨头携手传统厂商，一方面表明了医疗健康行业广阔的发展前景，另一方面，也显示了各公司的战略价值。两方业务拓展值得期待。

图 37：2018 年，互联网巨头与医疗信息化厂商展开深度合作



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

5. 金融开放、支持力度加大，支付行业量价齐升

5.1. 金融开放力度有望加大，带来新增需求

金融开放力度不断加大。2017 年 11 月 10 日，中美元首会晤成果吹风会上，财政部副部长朱光耀介绍金融对外开放将大幅提升，标志着本轮金融开放正式启动。2018 年 4 月 11 日央行行长易纲在博鳌论坛上宣布进一步扩大金融业对外开放的措施和时间表，新一轮金融开放进一步升级，其中关于取消银行外资持股比例限制等措施远超预期。

表 6：2018 年 4 月 11 日宣布的金融开放措施

年中前落实的措施	年底前完成的措施
取消银行和金融资产管理公司的外资持股比例限制，内外资一视同仁；允许外国银行在我国境内同时设立分行和子行	鼓励在信托、金融租赁、汽车金融、货币经纪、消费金融等银行业金融领域引入外资
将证券公司、基金管理公司、期货公司、人身险公司的外资持股比例上限放宽至 51%，三年后不再设限	对商业银行新发起设立的金融资产投资公司和理财公司的外资持股比例不设上限
不再要求合资证券公司境内股东至少有一家是中国证券公司	大幅度扩大外资银行业务范围
沪股通及深股通每日额度从 130 亿调整为 520 亿元人民币，港股通每日额度从 105 亿调整为 420 亿元人民币	不再对合资证券公司业务范围单独设限，内外资一致
允许符合条件的外国投资者来华经营保险代理业务和保险公估业务	全面取消外资保险公司设立前需开设 2 年代表处要求
放开外资保险经纪公司经营范围，与中资机构一致	

资料来源：中国人民银行、财政部、国务院等，天风证券研究所

金融开放力度大，带来金融 IT 系统新需求。我们认为在当前时点进一步在金融业进行开放与改革有助于对冲贸易战影响、稳定资本市场、服务实体经济，符合国家利益，政策稳定性、持续性高。同时金融开放的过程中产生新增机构、新增交易品种将对金融 IT 系统产生新需求。

- 新增外资机构带来 IT 系统新增需求。**政策公布后，境外机构响应积极。证券方面，瑞银、野村证券、摩根大通等已申请控股合资券商；资管方面，桥水、贝莱德、元盛等国际知名资产管理公司获批成为境内私募管理人；银行方面，新增外商独资银行国泰世华银行；保险方面，德国安联决定设立独资保险公司。外资机构进入后，在募资产端需要受适当性管理等办法的规范；在交易端需要对国内资产进行交易；在后端，

受国内相关法律的要求需要对接监管报送接口。其此前使用的金融 IT 系统均无法满足国内的要求，需要新建 IT 系统，并且需要在国内供应商中选择。

2. **沪伦通带来系统改造需求。**目前外资配置 A 股市场主要通过沪深港通系统，在金融开放的过程中，我国还需要开辟更多投资中国市场的渠道，其中一种就是 CDR。CDR 预计将随沪伦通在 19 年年初开始交易。CDR 是一种新的资产类型，同时涉及跨境转换，系统复杂性提高，对券商和资管机构现有的 IT 系统带来升级需要。
3. **科创板可能带来新的交易制度，金融 IT 系统将有改造需求。**科创板将试点注册制，除了上市流程改变，其交易制度也可能发生改变。如果科创板采用 T+0 进行交易，券商、资管等金融机构的 IT 系统均需要进行改造。

图 38：金融开放带来 IT 系统建设需求



资料来源：天风证券研究所

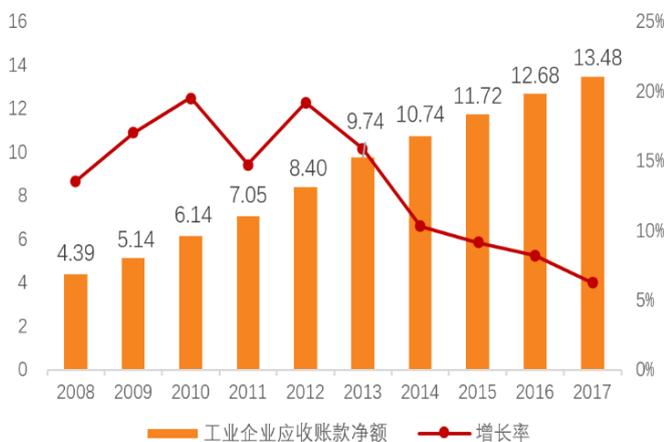
5.2. 供应链金融政策加码，市场前景广阔

5.2.1. 供应链金融解决中小企业融资问题，市场空间广阔

中小微企业融资难、融资贵是长久以来我国金融发展过程中需要解决的问题。世界银行、中小企业金融论坛、国际金融公司联合发布的《中小微企业融资缺口：对新兴市场微型、小型和中型企业融资不足与机遇的评估》报告中表示，中国 40%的中小微企业存在信贷困难，或是完全无法从正规金融体系获得外部融资，或是从正规金融体系获得的外部融资不能完全满足融资需求，有 1.9 万亿美元的融资缺口，接近 12 万亿元人民币。供应链金融能够将贸易环节与融资环节相结合，有利于产业发展。

供应链金融市场空间广阔，2020 年规模接近 15 万亿元。供应链金融的担保物主要有应收账款、货单、现货存货等。以应收账款为例，2017 年末工业企业应收账款净额接近 13.5 亿元。据前瞻产业研究院预测，到 2020 年，国内供应链金融市场规模将接近 15 万亿元。

图 39：工业企业应收账款净额持续攀升（单位：万亿元）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 40：供应链金融市场规模广阔（单位：万亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

5.2.2. 政策暖风不断，模式支持与资金投放两面开花

政策加码，供应链金融进入发展快车道。2017年10月5日，国务院办公厅印发《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》，首次对供应链创新发展提出指导意见。其中对供应链金融提出多项任务，标志着产业发展正式进入快车道。2018年来政策利好释放加速，4月八部委联合发布《开展供应链创新与应用试点的通知》，国务院常委会7次发布供应链金融的模式鼓励与融资利好政策。

金融监管引导资金流入实体经济，利好供应链金融。在去杠杆去产能的同时，资金面政策不断出台，支持引导资金流入小微企业。由于小微企业缺乏担保物，以背靠核心企业、经营性资产为担保物的方式为核心的供应链金融正是小微企业融资的重要方式。增加资金定向流入利好供应链金融。

表 7：近年供应链金融重点利好政策梳理

类型	政策	政策重点
模式支持	2017.10.5 国务院办公厅《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》	推动供应链金融服务实体经济，鼓励供应链核心企业、金融机构、征信中心对接；防范供应链金融风险，加强供应链大数据分析和应用
	2017.12.15 沪深交易所、机构间报价系统《企业应收账款资产支持证券挂牌条件确认指南》	针对应收账款证券化提出清晰、明确的要求，推进供应链应收款为基础的证券化业务发展
	2018.4.17 八部委《关于开展供应链创新与应用试点的通知》	推动供应链核心企业与商业银行、相关企业等开展合作，创新供应链金融服务模式；推动政府、银行与核心企业加强系统互联互通和数据共享，加强供应链金融监管
资金投放	2018.1.25 央行《中国人民银行关于对普惠金融实施定向降准的通知》	对普惠金融领域贷款增量达标的金融机构下调存款准备金 0.5-1.5 个百分点
	2018.2.17 银监会《关于 2018 年推动银行业小微企业金融服务高质量发展的通知》	设定考核指标，确保实现“单户授信总额 1000 万元以下（含）小微企业贷款余额和户数均不低于上年同期水平”
	2018.3.28 国务院常务会议	设立国家担保基金，3 年内累计支持相关担保贷款 5000 亿左右
	2018.6.1 央行 扩大 MLF 担保品范围	新纳入 MLF 担保品：不低于 AA 级的小微企业、绿色和“三农”金融债券，AA+、AA 级公司信用类债券（优先接受涉及小微企业、绿色经济的债券），优质的小微企业贷款和绿色贷款
	2018.6.23 五部委《关于进一步深化小微企业金融服务的意见》	将单户授信 500 万元及以下的小微企业贷款纳入中期借贷便利的合格抵押品范围；增加支小支农再贷款和再贴现额度共 1500 亿元，下调支小再贷款利率 0.5 个百分点；盘活信贷资源 1000 亿元以上
	2018.8.30 国务院常务会议	将符合条件的小微企业和个体工商户贷款利息收入免征增值税单户授信额度上限，由此前已确定的 500 万元进一步提高到 1000 万元
	2018.9.5 财政部、税务总局《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》	对金融机构向小型企业、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
2018.11.9 国务院常务会议	将中期借贷便利合格担保品范围，从单户授信 500 万元及以下小微企业贷款扩至 1000 万元	

资料来源：银保监会、交易所、人民银行官网等，天风证券研究所

5.2.3. 计算机公司数据风控优势明显，有望分享行业发展红利

数据风控优势明显，有望获得更多金融机构的认可。计算机行业公司进入供应链金融领域，相比资金更为雄厚的商业银行，优势在于所控制的产业链数据。在拥有更多数据的情况下，公司可以更为详细地掌握征信对象的运营情况，从而更好地控制风险，或者给予更低的利率提高吸引力。经过几年的发展，风控模型不断成熟，同时具有一定规模的流水数据也获得越来越多金融机构的认可。在扶持政策不断加码的背景下，计算机公司流水规模有望快

速扩大，从而分享行业发展红利。以新大陆为例，新大陆推出了“网商微贷”、“随星贷”、“网商保理”等一系列金融服务。其中通过对中小商户供应链、产业链数据的大量收集和深度挖掘，盘活企业应收账款资源，推出了“分润贷”、“POS 贷”等供应链金融服务。

图 41：分润贷



 专享特权 专为合作核心企业上下游合作方提供	 额度超高 最高可达500万	 门槛超低 面向具有稳定pos机业务流水的小微企业	 申请便捷 信用贷款，无需抵押
 申请便捷 信用贷款，无需抵押	 还款灵活 支持分润款还款或主动还款	 业务灵活 提供多种期限，还款方式	 专属服务 专属客户经理上门服务

资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 42：POS 贷



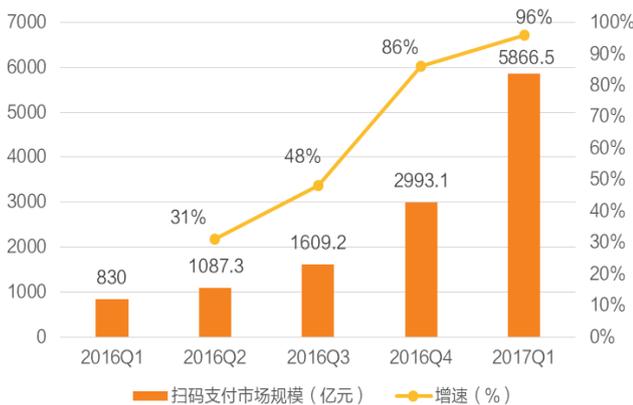
资料来源：公司官网，天风证券研究所

5.3. 竞争格局优化，支付行业量价齐升

支付行业“去现金化”趋势延续，扫码支付成为第三方移动支付增长新动力。随着线上消费的增多及线下第三方支付的普及，我国支付行业“去现金化”的进程不断加快，央行支付体系运行总体情况报告显示，至 2017 年，我国全年非现金支付金额超过 3000 万亿的规模，非现金支付笔数同比增长 28%。

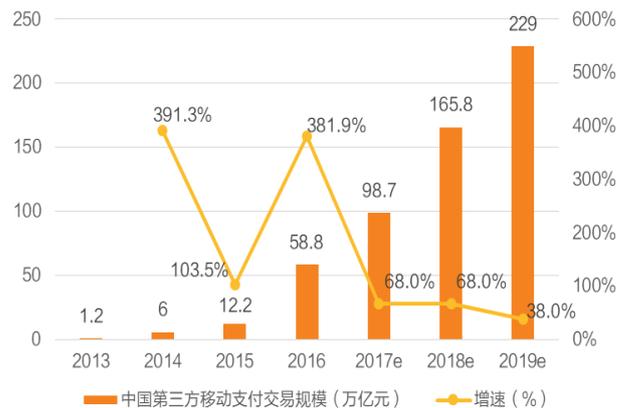
第三方支付方面，扫码支付经历了前期推广后，目前正在全国范围内大规模铺开。2015 年，支付宝、微信开始布放二维码，2016 年，收钱吧、钱方在线等聚合支付公司开始主要承担二维码的推广，推广节奏加快。2017 至 2018 年，微信与支付宝相继推出了“绿洲计划”和“蓝海行动”，加速扫码支付向餐饮商户的渗透，其他第三方支付公司、聚合支付公司、银行等也积极抢占扫码支付高地，扫码支付正在全国范围内向餐饮、商超、零售等各大线下场景大规模铺开。扫码支付的大规模普及推动了第三方移动支付的快速增长，据艾瑞咨询预测，2019 年我国第三方支付移动支付交易规模将达 229 万亿元，同比增长 38%。

图 43：中国扫码支付市场加速成长



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

图 44：中国第三方支付移动支付交易规模持续攀升



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

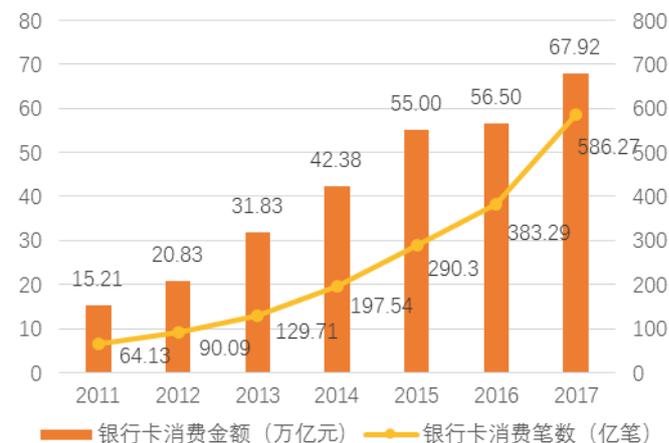
全国银行卡联网商家数突破 2500 万，收单行业整体流水有望持续提升。据央行统计，2017 年全国银行卡跨行支付联网商户数达 2592.60 万户，同比增长 25.41%。巨大的商户基数为收单行业整体流水增长提供了有力保障，全国银行卡消费笔数和金额逐年提升，2011 至 2017 年，全年银行卡消费笔数由 64.13 亿笔增长至 586.27 亿笔，消费金额由 15.21 万亿增长至 67.92 万亿元。随着第三方支付公司商户服务的快速下沉，全国银行卡联网商家数将有望持续保持较高增量水平，收单行业整体流水有望持续提升。

图 45：银行卡跨行支付联网商家数保持高速增长



资料来源：中国人民银行，天风证券研究所

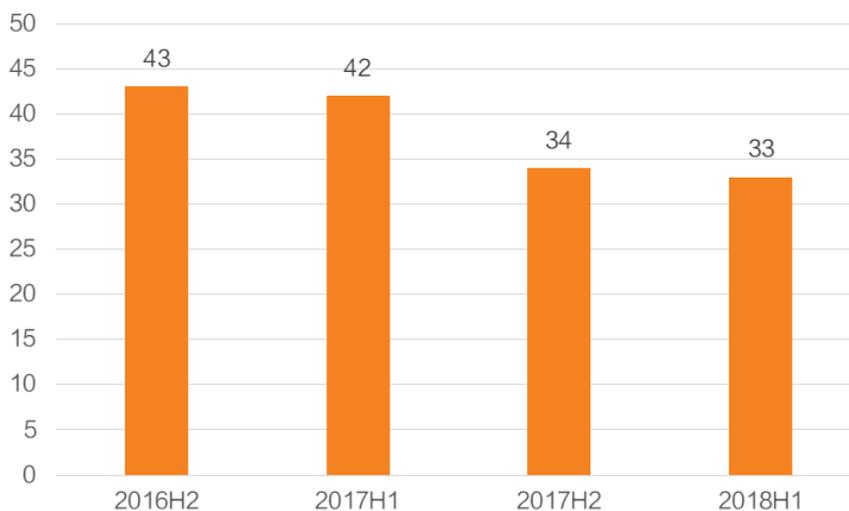
图 46：银行卡消费笔数和金额屡创新高



资料来源：中国人民银行，天风证券研究所

监管加强收单牌照续展审核，市场上存量牌照减少，收单行业整体格局已基本确定。2016年9月6日，发改委和央行对收单业务进行了市场化定价、借贷分离、取消商户类别等相关改革，收单行业整体格局开始发生变化，行业竞争不断充分，不规范企业逐渐减少。在此期间，监管层加强了对收单牌照的续展审核，停止新发牌照并谨慎对待第三方支付牌照的续展，市场上存量牌照不断减少，拥有全国范围银行卡收单牌照的公司数量由2016年下半年的43家减少至2018年上半年的33家。在96费改两周年之际，经历了两年的行业充分竞争与政府强监管，目前，收单行业的整体竞争格局已基本确定。

图 47：具有全国范围银行卡收单牌照的公司数量持续减少 (单位：个)



资料来源：新大陆年报及半年报，中国报告网，天风证券研究所

资本化进程接近尾声，行业焦点转向盈利，收单行业整体费率提升。2017年以前，支付公司纷纷寻求资本化，以扩大规模享受高估值为首要目标，收购笔数激增，收购价格水涨船高。近期，随着支付巨头拉卡拉与另一家支付企业漫道金服 IPO 上市申请被证监会中止审查，收单行业资本化进程已接近尾声，越来越多的收单企业意识到提升公司业绩才是正确的发展路线，各公司或将积极利用牌照稀缺性，聚焦公司自身业绩发展。由于此前行业为寻求资本化，业内公司采取降价扩规模的激进路线，国内收单费率大致在 0.6% 的水平，较国外 1%-2% 的水平有较大差距，国内收单费率有着较高的上升空间，各收单机构为扩大盈利或达成行业一致，提升收单费率，收单行业有望迎来量价齐升。

表 8：支付行业大于 5 亿元人民币的收购情况

时间	收购方	被收购方	价格
----	-----	------	----

2016年6月	海联金汇	联动优势	30.4亿人民币
2014年12月	万达集团	快钱	3.15亿美元
2016年5月	宏磊股份	合利宝	14亿人民币
2017年6月	51信用卡	雅酷空间	11亿人民币
2016年9月	美团点评	钱袋宝	10亿人民币
2016年10月	键桥通讯	点佰趣	9.45亿人民币
2013年7月	高鸿股份	一九付	8.1亿人民币
2017年6月	国美	银盈通支付	7.2亿人民币
2017年11月	新国都	嘉联支付	7.1亿人民币
2016年5月	新大陆	国通星驿	6.8亿人民币
2016年12月	银嘉金服	上海德颐	6亿人民币
2016年1月	小米	捷付睿通	6亿人民币
2014年8月	中国微电子	集付通	6亿人民币
2016年8月	恒大集团	集付通	5.7亿人民币

资料来源：新浪财经，中国支付网，支付天下，腾讯科技，亿邦动力网，天眼查，企查查，公司公告，天风证券研究所

表 9：近期收单行业资本化失败案例

公司名称	时间	事件
拉卡拉	2017年9月	IPO上市申请被证监会中止审查
海科融通	2018年3月	安徽新力金融终止对海科融通的收购
漫道金服	2018年11月	IPO上市申请被证监会中止审查

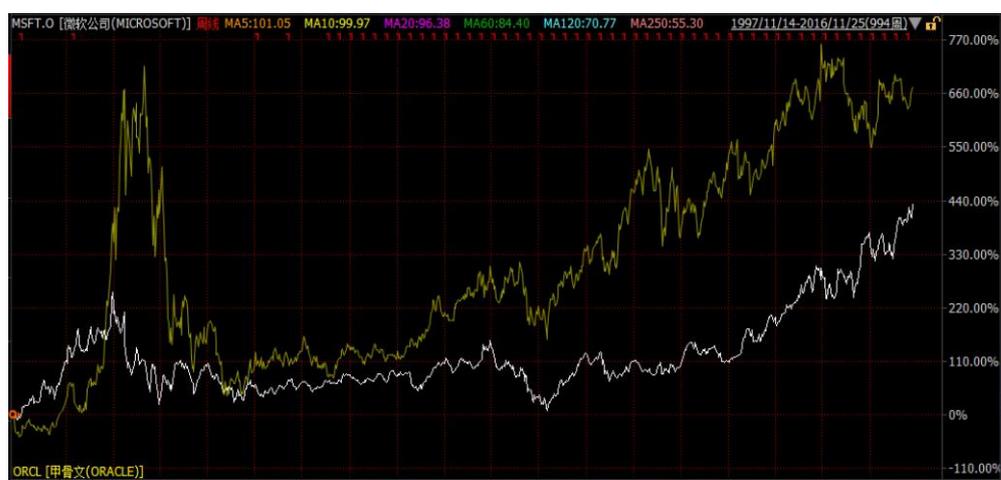
资料来源：网易财经，支付世界，天风证券研究所

6. 云计算渗透率提升空间大，高景气有望持续 3-5 年

6.1. 对标美国，云计算开启 To B 黄金时代

纳斯达克泡沫破裂后，美国 To B 市场才真正迎来春天。IT 领域的变化往往从 To C 领域延伸到 To B 领域。C 端市场客单价远低于 B 端市场，决策速度快，用户基数大，业务快速增长，在早期更受资本青睐。以英特尔-微软为代表的 To C 科技股在上世纪 90 年代全面进入快车道，而在 2000 年后 IBM-甲骨文才开始受益于企业软件需求的集中、持续释放。

图 48：美国云计算科技巨头股价进入快车道

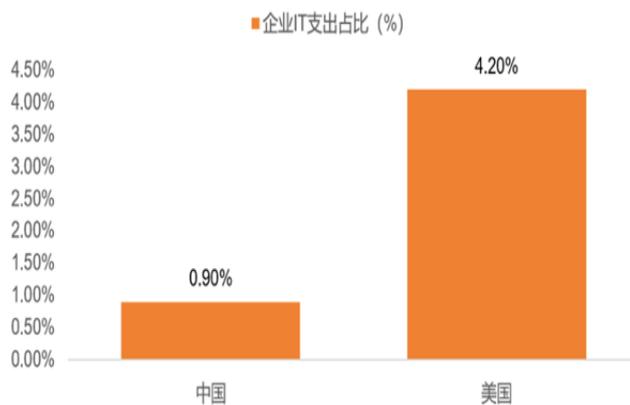


资料来源：Wind，天风证券研究所

中国 To B 产业，仍是一片蓝海市场。A 股计算机公司普遍利润在 1~2 亿元，而其中企业软件公司的表现也比较突出。但实际上，中国企业 IT 支出占比远低于美国，中国企业 IT 支出较美国存在近 5 倍的发展空间。

中国 To B 软件产业发展受到企业管理意识和付费意识的制约。由于业务往往由关系驱动，中国企业对管理的重视程度尚无法与发达国家相比，企业间管理水平差距大，大多数中小企业仍处于从经验管理向科学管理的过渡阶段。另外，中国企业的软件付费意识差，很多企业倾向于选择免费软件甚至盗版软件，这也是 360 杀毒软件相比于付费杀毒软件更加流行的重要原因之一。

图 49：中国企业 IT 支出较美国存在近 5 倍发展空间



资料来源：IDC，天风证券研究所

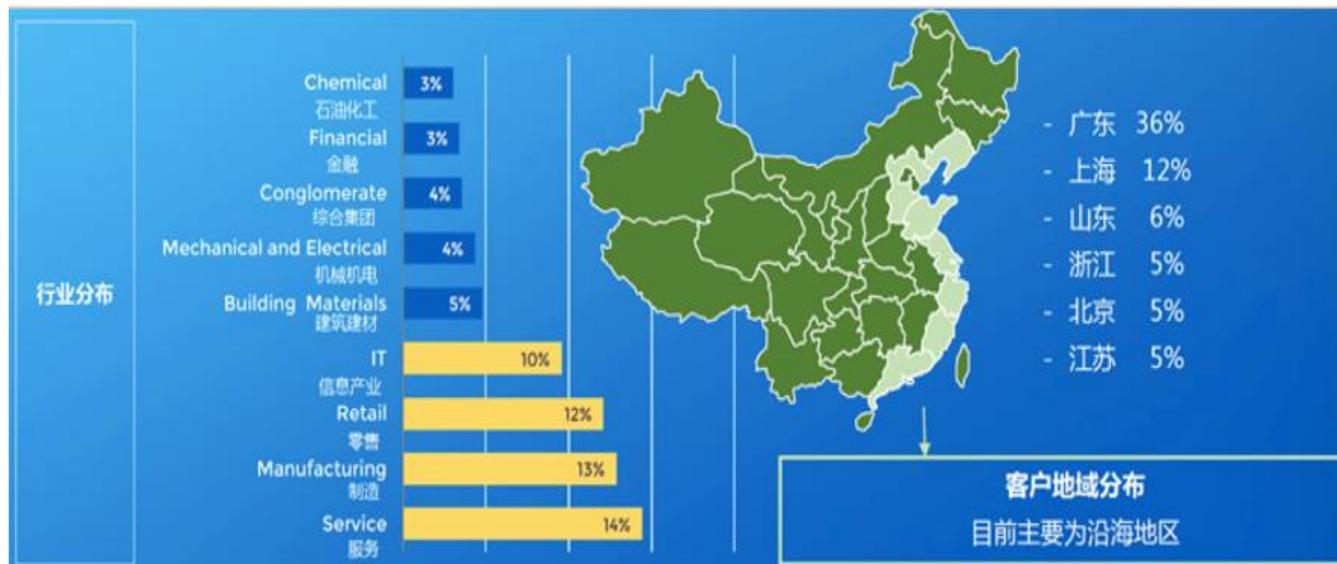
图 50：“免费”软件在中国大行其道，付费意识有待培养



资料来源：IDC，天风证券研究所

从 To C 到 To B, 云计算有望催化中国 To B 软件加速渗透。从企业角度看，中国企业规模、企业管理边界不断扩张，与经济增速放缓等因素共同推动企业从粗放经营走向精细化管理。

图 51：金蝶云客户主要来自以前不使用企业软件或只使用简单报表软件的泛服务业

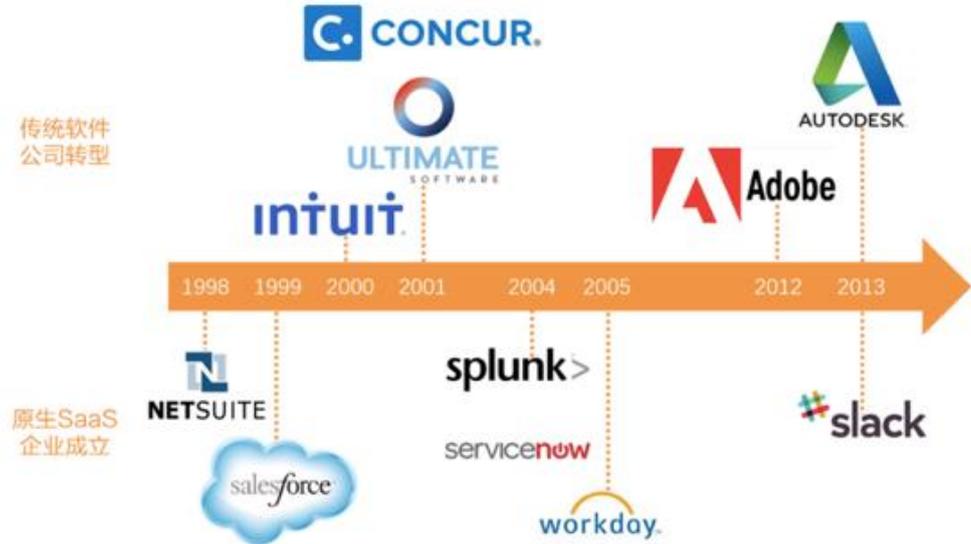


资料来源：金蝶，天风证券研究所

6.2. 产业验证，云计算行业景气度持续

云在美国已得到充分验证，诞生近万亿市值公司。美国云计算发展已有 20 年，原生 SaaS 龙头企业 Salesforce 创建于 1999 年，市值约 7000 亿元，2017 年营业收入超过 700 亿元。Adobe 在 2012 年进行云转型后，创意软件业务收入在 5 年内几乎翻倍，达到 480 亿元，市值超过 8000 亿元。

图 52：美国云计算科技巨头股价进入快车道



资料来源：雷锋网，天风证券研究所

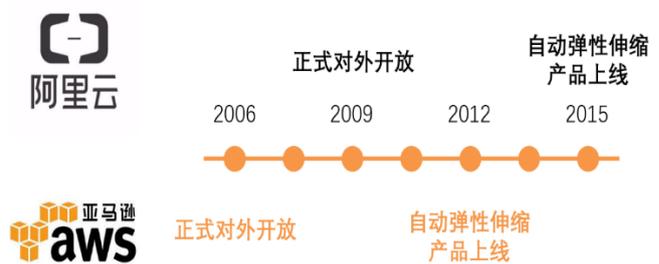
产业链数据显示，2019 年云计算行业景气度有望持续，作为 SaaS 发展的先行指标，我国 IaaS 企业营收持续高速增长。(1)业绩层面：根据阿里巴巴集团公布的业绩数据，2018 财年阿里云收入达到 21.35 亿美元，约为 133.90 亿元人民币，同比增长 101%。2019 财年一季度，阿里云实现收入 46.98 亿元，同比增长 93%，是阿里增长最快的业务。此外，腾讯三季报显示，腾讯三季度云服务收入同比增长超过 100%，2018 年前三个季度腾讯云服务的收入超过 60 亿元。我们预计，随着大客户的增加、服务价值的提升和云计算渗透的加速，明年阿里云、腾讯云收入将继续保持高速增长；(2)技术层面：中国 IaaS 企业目前已经具备了足够的实力，根据 Gartner 发布的 2016 年全球 IAAS 报告，阿里云市场份额已进入全球公有云前三行列。另外，在 IAAS 产品成熟化方面，阿里云正式对外开放时间和自动弹性伸缩产品上线时间相比 AWS 仅落后 6 年，综合考虑中美发展差异，我们认为中美在云领域的差距仅在五年左右。考虑 IAAS 是云计算基础，我们判断 SaaS 行业发展有望加速。

图 53：阿里云季度营收高增长



资料来源：公司报告，天风证券研究所

图 54：阿里云正式对外开放时间和自动弹性伸缩产品上线时间相比 AWS 仅落后 6 年

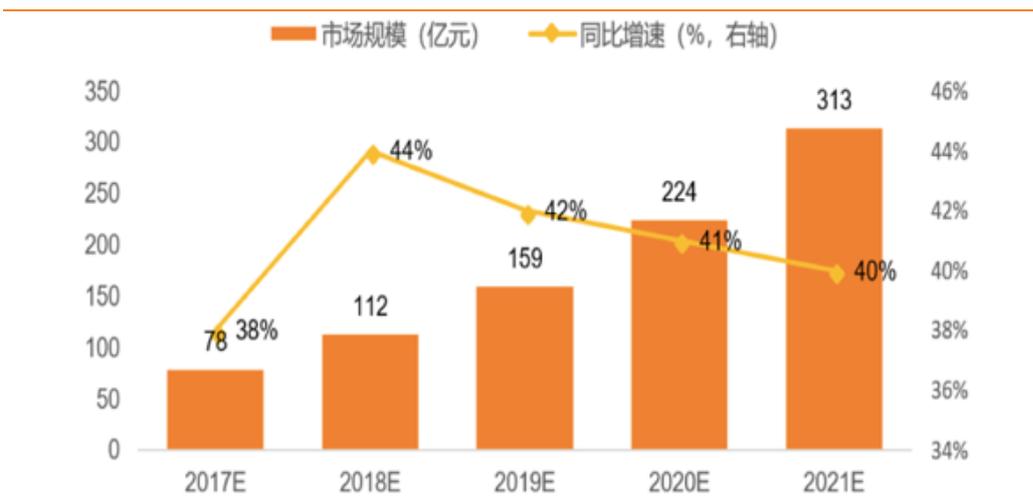


资料来源：雷锋网，天风证券研究所

SaaS 进入高景气长周期，2021 年规模将达 313 亿元。在需求端，国内 SaaS 市场接受度逐渐提升，随着企业数字化转型的推进，企业对于高效率、数字化管理变革的需求迅速增加，大型企业子公司及集团新业务板块开始使用云产品。在供给端，从产业链层面来看，近两年上游 IaaS 及 PaaS 发展迅速，以阿里云为代表的厂商技术已基本趋于成熟，使国内 SaaS 服务商开发产品时有了更多基础设施选项，为国内 SaaS 的应用开发和在大企业尤其是国企中的普及提供了便利。根据 IDC 预测，未来五年 SaaS 行业复合增长率将超

过 40%，市场规模将在 2021 年达 313 亿元。

图 55：中国 SaaS 行业未来 3-5 年有望保持高景气



资料来源：IDC，天风证券研究所

7. 投资建议

泛 To G 信息化领域预计持续高增长。看好组织机构变革为相应信息化公司带来巨大增量空间，叠加存量市场的持续投入，有望为 3-5 年的业绩增长奠定市场基础。逆周期调控助推电力信息化等加速增长，特高压领域混合所有制改革，行业投资力度持续扩大；配网投资第四期试点启动，配售电业务迎来政策红利期。医疗、教育等民生信息化政策红利开始显现。泛 TO G 建议关注恒华科技、科大讯飞、辰安科技、华宇软件、启明星辰、苏州科达、新开普、卫宁健康、思创医惠、东华软件、航天信息、超图软件、太极股份等。

利好政策持续落地，医疗信息化迎来发展黄金期。我们认为，目前对于政府而言，医保控费需求十分强烈，而信息化系统是实现医保控费的最重要的工具之一。在密集政策的激励下，以电子病历、DRGs、互联互通为代表的医疗信息化将迎来投资建设高峰期。建议关注思创医惠、卫宁健康、东华软件、创业软件、和仁科技、万达信息、东软集团等。

金融开放带来 IT 系统需求，支付行业结构优化，量价齐升。以取消银行外资持股比例限制为代表，新一轮金融开放力度空前。在金融开放大背景下，外资机构入华、沪伦通、科创板集中带来 IT 系统建设需求。中小企业融资难、融资贵问题普遍深刻，供应链金融市场空间广阔，2020 年规模接近 15 万亿元。政策持续催化下，供应链金融进入发展快车道。支付行业“去现金化”趋势延续，监管加强收单牌照续展审核，市场上存量牌照减少，收单行业整体格局已基本确定，行业焦点转向盈利，收单业务有望量价齐升。建议关注恒生电子、新大陆、同花顺等。

云计算渗透率加速提升，景气度有望持续 3-5 年。我们认为，To B 软件产业正发生深刻变化，A 股计算机行业蕴含机会。企业 IT 支出中美占比存在约五倍的差距，制约因素是企业管理意识。云催化企业服务门槛下降，市场扩大。而云在中国已经开始落地，IaaS 厂商成熟促进 SaaS 加速渗透，行业景气度有望持续 3-5 年。建议关注用友网络、深信服、恒华科技、广联达、宝信软件、汉得信息、长亮科技、金蝶国际、浪潮信息、航天信息等。

图 56：核心推荐标的

证券代码	证券简称	市值(亿元)	EPS			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
300365.SZ	恒华科技	84.05	0.70	0.96	1.28	30.1	21.9	16.3
600588.SH	用友网络	408.50	0.34	0.49	0.64	62.0	43.9	33.2
002230.SZ	科大讯飞	515.60	0.29	0.43	0.65	84.2	57.3	38.1
300454.SZ	深信服	361.21	1.66	2.16	2.82	53.8	41.4	31.8
000997.SZ	新大陆	152.86	0.63	0.81	1.02	23.2	18.0	14.4
300248.SZ	新开普	32.67	0.24	0.31	0.40	28.4	21.8	16.8
300523.SZ	辰安科技	85.68	1.59	2.34	3.01	37.5	25.4	19.8
300078.SZ	思创医惠	80.30	0.26	0.34	0.44	37.9	29.3	22.5
300253.SZ	卫宁健康	202.13	0.20	0.27	0.36	63.1	46.0	34.4
300226.SZ	上海钢联	72.46	0.91	1.55	2.29	50.0	29.5	19.9
600845.SH	宝信软件	161.91	0.71	0.92	1.16	29.4	22.6	17.9
002439.SZ	启明星辰	184.36	0.64	0.81	1.03	32.0	25.4	19.9
603660.SH	苏州科达	60.03	0.96	1.28	1.72	17.4	13.0	9.7
300271.SZ	华宇软件	113.25	0.65	0.81	0.99	23.1	18.4	15.1
002410.SZ	广联达	234.44	0.46	0.55	0.72	45.1	37.7	28.9
0268.HK	金蝶国际	221.04	0.11	0.14	0.20	61.1	46.4	33.1
300348.SZ	长亮科技	52.83	0.41	0.57	0.84	40.4	28.7	19.5
300212.SZ	易华录	93.67	0.76	1.19	1.88	27.3	17.4	11.0
002376.SZ	新北洋	102.12	0.61	0.80	1.03	25.1	19.2	14.9

600271.SH	航天信息	426.33	0.87	1.09	1.39	26.3	21.0	16.5
300033.SZ	同花顺	205.36	1.14	1.43	1.74	33.4	26.8	22.0
000977.SZ	浪潮信息	205.25	0.49	0.73	1.10	32.3	21.8	14.5
002065.SZ	东华软件	216.53	0.32	0.40	0.49	21.5	17.5	14.3
300170.SZ	汉得信息	85.38	0.46	0.58	0.75	21.4	16.9	13.0

资料来源：wind，天风证券研究所（注：表中市值、EPS 均基于为 12 月 28 日 wind 一致预期数据）

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com