

计算机行业 2019 年中期投资策略

拥抱核心技术，掘金产业互联网

推荐（维持）

- **板块表现回顾：板块表现较好，金融科技突出，基金计算机板块持仓比例有所增加。**年初至今，计算机板块表现较好。截至 2019 年 4 月 24 日收盘，中信计算机板块较年初上涨 48.79%，同期沪深 300 指数上涨 33.86%，计算机板块涨幅第四。细分领域呈现分化，金融科技板块表现较好，医疗信息化涨幅相对较少。业绩方面，计算机板块 2018 年营收增速有所放缓，但维持在较好水平，净利润受商誉减值影响较大。公募基金计算机板块持仓比例有所增加，但相对历史比例，仍有较大提升空间。
- **拥抱核心技术，安全可控与云计算空间广阔。**新一轮基础技术创新，中国从跟随者到追赶者，产业链价值有望迎来快速提升。经过多年在 IT 基础设施领域的投入，我国信息产业逐步获得突破。目前我国在 CPU、存储设备、服务器、PC、网络设备、基础软件、关键应用软件等领域，均具备一定实力。随着政策加码，生态有望加速完善，从而在 IT 关键领域实现从有到强的进步，并获得产业链更多价值，安全可控迎来发展机遇。在云计算领域，本土公司加速追赶，2018 年上半年，阿里云在中国 IaaS 领域市占率遥遥领先，达到 43%，第二、第三分别是腾讯云和中国电信。发展阶段来看，当前我国云计算与全球云计算市场相比差距在 3-5 年，渗透率处于极低水平，市场整体规模较小，考虑国外巨头在现阶段仍保持高速增长，我国云计算潜在空间非常可观，且随着云计算接受度提升，及功能进一步完善，渗透率有望加速提升。除了云服务提供商，在芯片、服务器、IDC、应用软件云化等环节的产业机遇亦不容忽视。
- **产业互联网：把握驱动力，兼顾弹性与确定性。**1) 网络安全：中国网络安全投资仍严重不足，作为 IT 领域刚性支出有望加速渗透；等保 2.0 标准即将出台，将带来网络安全更多增量需求；随着数据流量持续爆发，及新的安全威胁不断出现，网络安全领域出现诸多新的需求。2) 医疗信息化：电子病历升级仍处于高峰期，IT 系统统一化持续推进；智能化与互联网化进入落地阶段，目前预期处于较低水平；医保控费推进，信息系统建设及智能化核保将打开更大空间。3) 政务信息化：机构改革给政务信息化建设带来较大的新增需求与升级需求，随着机构改革完成，相应需求有望迎来集中释放，叠加 2019 年新的建设需求，需求或呈现加速趋势。4) 大资管信息化：金融创新与监管持续推进，需求不断释放；第三方支付行业仍具广阔空间，格局改善与增值服务带来盈利能力提升；银行 IT 显著受益基础软硬件国产替代，行业进入新一轮成长期。
- **投资建议：拥抱核心技术创新，掘金产业互联网。**核心技术创新把握安全可控及云计算：基础技术创新及安全可控推荐中科曙光、太极股份、科大讯飞、中孚信息、淳中科技，关注中国软件、中国长城；SaaS 推荐用友网络、广联达、石基信息、航天信息、泛微网络、新开普、恒华科技；IaaS 推荐浪潮信息、中科曙光、深信服、宝信软件；网络安全：推荐启明星辰、深信服、美亚柏科、中新赛克，关注绿盟科技、北信源、南洋股份；医疗信息化：推荐卫宁健康、创业慧康、思创医惠，关注和仁科技、久远银海；政务信息化：推荐华宇软件、太极股份、超图软件、辰安科技；金融科技：推荐恒生电子、长亮科技、新国都、赢时胜、润和软件、同花顺。
- **风险提示：政策落地进度低于预期；产业竞争加剧的风险；新技术推进不达预期；行业 IT 资本支出低于预期的风险等。**

华创证券研究所

证券分析师：陈宝健

电话：010-66500984
邮箱：chenbaojian@hcyjs.com
执业编号：S0360517060001

证券分析师：邓芳程

电话：021-20572565
邮箱：dengfangcheng@hcyjs.com
执业编号：S0360518080001

联系人：刘逍遥

电话：010-63214650
邮箱：liuxiaoyao@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	207	5.73
总市值(亿元)	21,635.48	3.51
流通市值(亿元)	14,839.1	3.3

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-7.44	36.74	-7.05
相对表现	-8.16	11.34	-10.87



相关研究报告

《计算机行业周报（20190408-20190412）：重申看好金融 IT 及自主可控》

2019-04-14

《计算机行业周报（20190415-20190419）：高度重视信息安全板块的变化》

2019-04-21

《计算机行业周报（20190422-20190426）：把握云计算产业链机遇》

2019-04-29

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E		
中科曙光	41.02	0.67	1.1	1.68	86	52	34	9.67	强推
太极股份	32.3	0.76	0.96	1.17	42	34	28	4.7	强推
科大讯飞	32.1	0.26	0.44	0.7	124	73	46	8.43	强推
淳中科技	24.09	0.65	1.07	1.42	37	23	17	4.17	强推
深信服	101.5	1.5	2.0	2.61	68	51	39	11.9	强推
用友网络	32	0.32	0.46	0.6	100	69	53	9.34	强推
广联达	28.31	0.39	0.49	0.61	73	58	47	9.99	推荐
石基信息	30.8	0.43	0.5	0.59	71	61	53	3.96	强推
泛微网络	98.49	1.12	1.51	1.99	88	65	49	13.94	强推
新开普	9.2	0.2	0.31	0.41	46	30	23	3.07	强推
启明星辰	26.75	0.63	0.77	0.99	42	35	27	6.68	强推
美亚柏科	17.85	0.38	0.5	0.69	47	36	26	5.56	强推
中新赛克	96.8	1.92	2.73	3.7	50	35	26	7.98	强推
卫宁健康	14.2	0.19	0.27	0.35	76	53	40	7.35	强推
华宇软件	20.83	0.66	0.81	0.99	34	28	23	3.97	强推
恒生电子	82.53	1.04	1.38	1.8	79	60	46	16.03	强推
同花顺	94.9	1.18	1.43	1.7	80	66	56	15.28	强推
润和软件	12.42	0.39	0.52	0.68	31	24	18	2.14	推荐
长亮科技	22.9	0.18	0.36	0.67	130	63	34	5.98	推荐
新国都	18	0.52	0.71	0.89	35	25	20	4.1	强推

资料来源: Wind, 华创证券预测

注: 股价为 2019 年 04 月 29 日收盘价

目 录

一、板块涨幅居前，金融科技表现最好.....	7
(一) 板块表现回顾：年初至今计算机板块涨跌幅排名第四.....	7
(二) 营收增速有所放缓，基金持仓仍有提升空间.....	8
(三) 公募基金计算机板块持仓比例有所增加，仍有较大提升空间.....	9
二、拥抱核心技术创新：安全可控迎来发展新机遇，云计算加速追赶.....	9
(一) 中国产业链价值快速提升，安全可控迎来发展新机遇.....	9
(二) 云计算本土领先，行业渗透进入快速提升期.....	11
三、产业互联网：把握驱动力，兼顾弹性与确定性.....	13
(一) 网络安全：等保 2.0 打开空间，新需求持续释放.....	13
1、行业持续高景气，但网络安全支出仍相对不足.....	13
2、等保 2.0，有望带来网络安全更多增量需求.....	14
3、新需求不断涌现，软件与服务占比有望提升.....	16
(二) 医疗信息化：成长加速，创新不止.....	17
1、电子病历升级仍处于高峰期，IT 系统统一化持续推进.....	17
2、智能化与互联网化进入落地阶段，目前预期处于较低水平.....	18
3、医保控费推进，IT 系统成为排头兵.....	18
(三) 政务信息化：机构改革基本完成，需求加速释放.....	19
(四) 金融信息化：受益技术与政策双重驱动，行业格局进一步优化.....	21
1、大资管信息化：金融创新与监管持续推进，需求不断释放.....	21
2、第三方支付：行业仍具广阔空间，格局改善与增值服务带来盈利能力提升.....	22
3、银行信息化：显著受益基础软硬件国产替代，行业进入新一轮成长期.....	25
四、投资建议：拥抱核心技术创新，掘金产业互联网.....	26
(一) 中科曙光：业绩增长超预期，期待海光芯片放量加速协同.....	27
(二) 太极股份：业务结构优化，安全可控业务高速发展.....	27
(三) 科大讯飞：即将步入“效益起飞”的人工智能战略 2.0 时代.....	28
(四) 淳中科技：厚积薄发，显控龙头扬帆起航.....	29
(五) 深信服：云业务高增长，加码研发构筑更强竞争力.....	29
(六) 用友网络：产业互联网正劲，云服务龙头蓄力谱新篇.....	30
(七) 广联达：造价业务 SaaS 转型加速.....	31
(八) 石基信息：云化业务值得高度期待.....	31
(九) 泛微网络：增速再次回升，新产品助力成长.....	32
(十) 新开普：智慧校园建设“扛旗者”，阿里入股助力价值腾飞.....	33

(十一) 启明星辰: 即将迎来新一轮快速成长周期	33
(十二) 美亚柏科: 转让控制权变身国企, 业务发展进入新阶段	34
(十三) 中新赛克: 宽带网产品高增长, 内容安全与大数据迎来爆发	35
(十四) 卫宁健康: 业绩快速增长, 创新业务取得阶段性成果	35
(十五) 华宇软件: 订单持续加速	36
(十六) 恒生电子: 净利率迎来提升, 创新与政策驱动增量释放	37
(十七) 同花顺: 从现金流开始的经营拐点	37
(十八) 润和软件: 业绩快速增长, 金融科技与智能物联稳步推进	38
(十九) 长亮科技: 业绩快速增长, 海外业务进一步发力	39
(二十) 新国都: 开门红奠定高增长, 支付业务步入新阶段	39
五、风险提示	40

图表目录

图表 1	年初至今计算机板块与沪深 300 涨跌幅对比	7
图表 2	年初至今中信各子板块涨跌幅对比	7
图表 3	年初至今计算机板块涨幅前十及倒数前十（截至 4 月 24 日）	7
图表 4	计算机行业营收增速有所放缓	8
图表 5	受商誉减值影响，净利润呈现负增长	8
图表 6	计算机板块营收及净利润增速中位数均呈放缓趋势	8
图表 7	公募基金信息技术板块持仓比例有所提升	9
图表 8	我国已经在基础硬件、基础软件、关键应用软件领域有较多积淀	9
图表 9	中标麒麟操作系统可应用于多个领域	10
图表 10	OceanBase 数据库能提供方便的迁移服务	11
图表 11	亚马逊 AWS 云收入增速	11
图表 12	微软 Azure 云收入增速	11
图表 13	阿里云 2019 财年第二季度收入为 66 亿元	12
图表 14	阿里云营收持续保持快速增长	12
图表 15	2018 年上半年中国 IaaS 市场份额	12
图表 16	云计算相对潜在支出渗透率仍低	13
图表 17	SaaS 规模相对软件支出仍处于较低水平	13
图表 18	2015-2021 年国内云计算市场规模及预测	13
图表 19	中国与全球市场渗透率对比	13
图表 20	中国网络安全市场将继续保持快速增长	14
图表 21	中国 IT 安全占 IT 支出比例显著偏低	14
图表 22	等保测评等级分类	14
图表 23	新形势下的等级保护将带来跟多增量需求	16
图表 24	新一代安全解决方案将带来增量	16
图表 25	安全软件与服务支出有望提升	16
图表 26	电子病历系统应用水平划分为 0 级-8 级共 9 个等级	17
图表 27	2 我国三级医院数量保持增长	17
图表 28	我国二级医院数量庞大	17
图表 29	互联网医院进入新的规范发展期	18
图表 30	互联网医院上线数量快速增长	18
图表 31	DRGs 相关招标中标项目已呈现快速增长	19
图表 32	国务院正部级机构	20

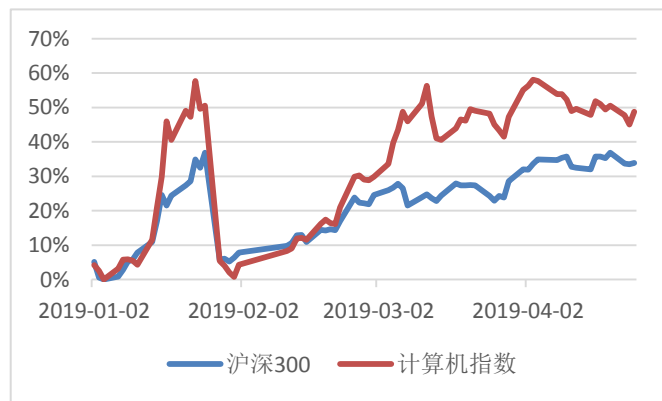
图表 33	机构改革新组建或重新组建部门	20
图表 34	中央及地方机构改革主要时间节点	21
图表 35	资管领域新业务将带来大量信息化需求	21
图表 36	县级及以下地区移动支付仍有较大提升空间	22
图表 37	40 岁以下人群是现阶段移动支付主力	22
图表 38	联网 POS 机数量总体保持快速增长	23
图表 39	“96”费改前第三方支付收费模式	23
图表 40	“96”费改后第三方支付收费模式	24
图表 41	直连模式下互联网巨头有较大话语权	25
图表 42	引入网联后，线上线下模式趋同	25
图表 43	城商行、农商行及农信黑色 IT 支出占比快速提升	25
图表 44	蚂蚁金服和腾讯纷纷加码银行 IT 领域	26
图表 45	互联网巨头与银行 IT 公司能较好实现优势互补	26

一、板块涨幅居前，金融科技表现最好

(一) 板块表现回顾：年初至今计算机板块涨跌幅排名第四

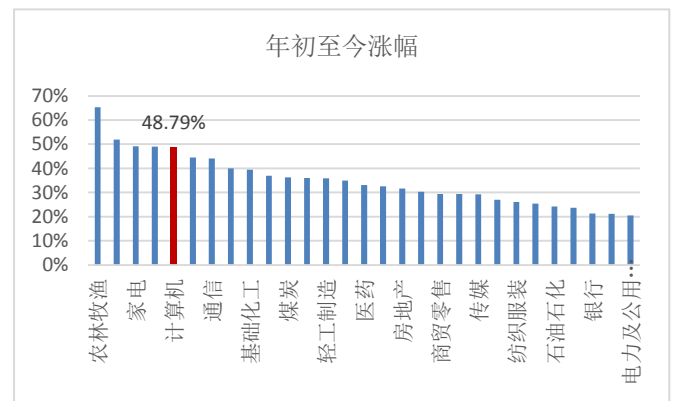
年初至今计算机板块表现较好。截至 2019 年 4 月 24 日收盘，中信计算机板块较年初上涨 48.79%，同期沪深 300 指数上涨 33.86%，计算机板块涨幅第四。

图表 1 年初至今计算机板块与沪深 300 涨跌幅对比



资料来源：Wind、华创证券

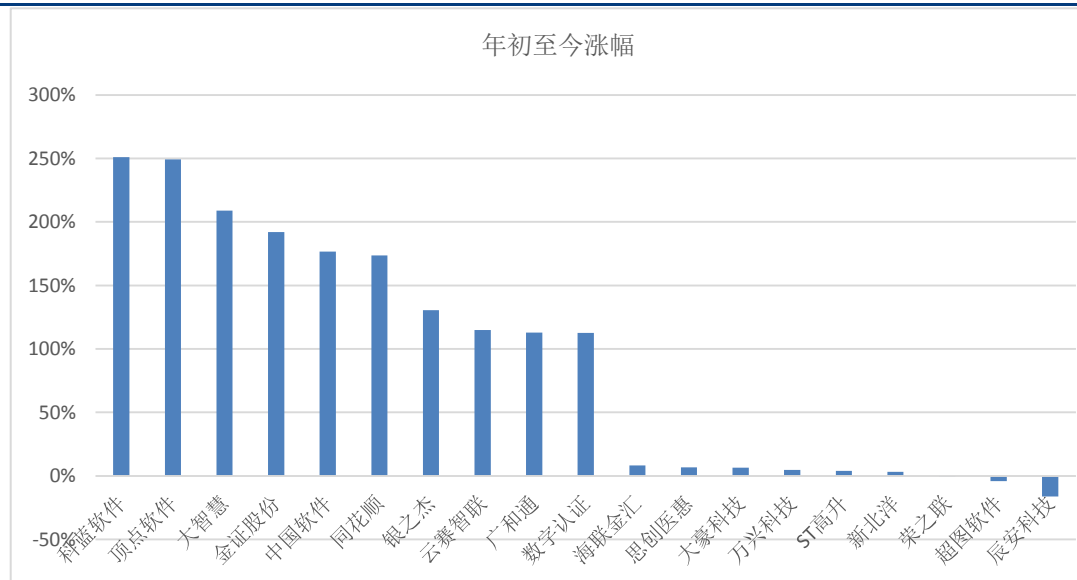
图表 2 年初至今中信各子板块涨跌幅对比



资料来源：Wind、华创证券

金融科技板块表现较好，医疗信息化涨幅相对较少。从年初至今的个股行情表现来看，计算机板块内部呈现一定分化，金融科技占据涨幅前四，科蓝软件、顶点软件、大智慧、金证股份分列第一至第四；2018 年表现较好的医疗信息化板块涨幅相对较少，其中卫宁健康上涨 16.69%、创业惠康上涨 26.63%、万达信息上涨 33.78%、思创医惠上涨 6.74%。

图表 3 年初至今计算机板块涨幅前十及倒数前十（截至 4 月 24 日）

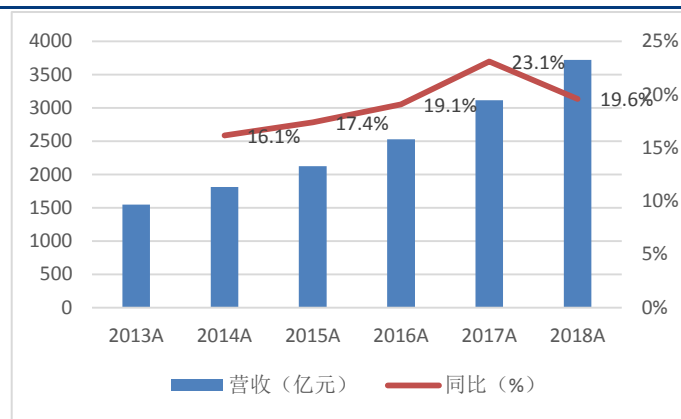


资料来源：Wind、华创证券

（二）营收增速有所放缓，基金持仓仍有提升空间

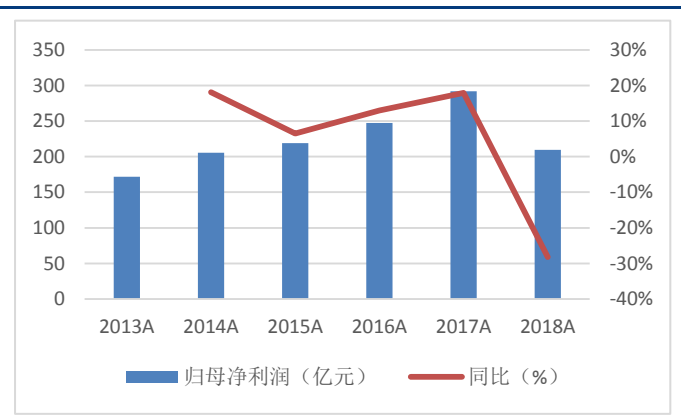
计算机板块 2018 年营收增速有所放缓，净利润受商誉减值影响较大。以中信计算机指数为基础，剔除截至 4 月 19 日未发布年报及业绩快报的 9 家公司（天夏智慧、同方股份、方正科技、ST 中安、*ST 工新、东软集团、实达集团、恒银金融、海量数据），另外剔除历史业务变动较大带来营收及业绩波动较大、及公司业务与计算机行业偏离较大的 8 家公司（紫光股份、联络互动、三六零、中国长城、科士达、春秋电子、奥飞数据、康拓红外）。纳入统计样本的 181 家公司 2018 年营收为 3272 亿元，同比增长 19.59%，增速较 2017 年下降 3.51pct；2018 年归属净利润为 209 亿元，同比下降 28.21%，一批公司计提大额商誉减值是归属净利增速转负的主要影响因素。

图表 4 计算机行业营收增速有所放缓



资料来源: Wind、华创证券

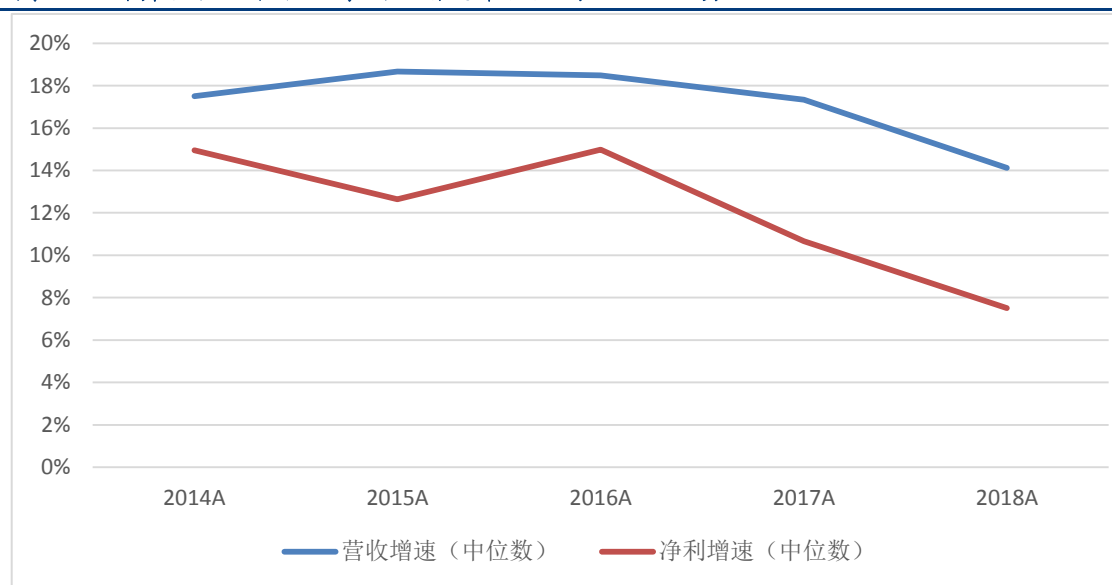
图表 5 受商誉减值影响，净利润呈现负增长



资料来源: Wind、华创证券

样本公司营收增速中位数及归属净利润中位数也呈现出一定的放缓趋势，但仍保持在较好水平。用样本公司增速中位数能一定程度避免个别异常值影响，以及计提大额商誉减值对净利润真实增速扰动。2019 年营收增速中位数为 14.12%，同比下降 3.22pct，归属净利润增速中位数为 7.51%，同比下降 3.15pct，延续 2017 年放缓趋势。

图表 6 计算机板块营收及净利润增速中位数均呈放缓趋势

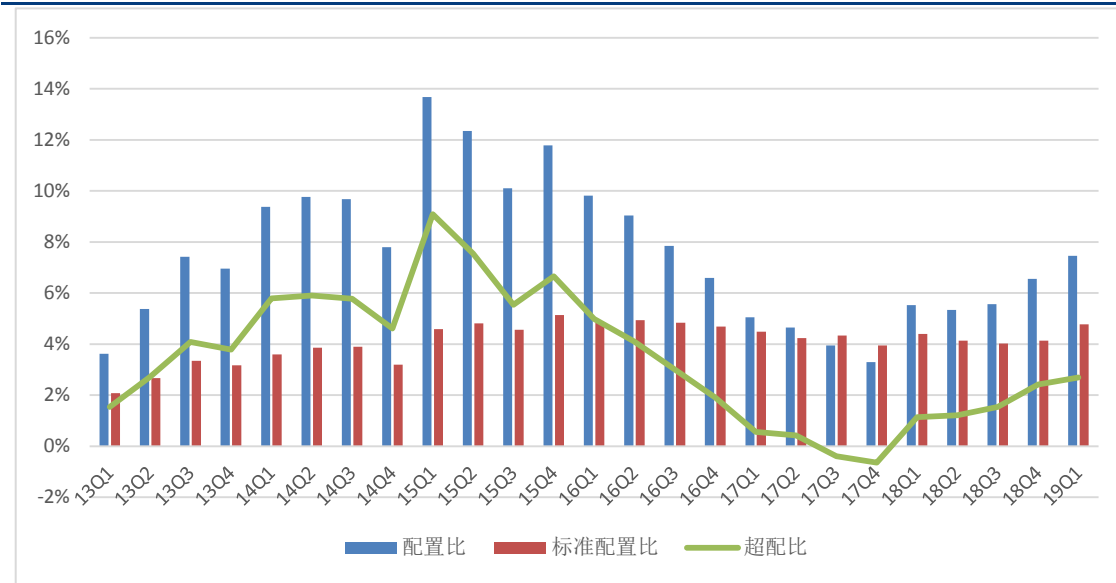


资料来源: Wind、华创证券

（三）公募基金计算机板块持仓比例有所增加，仍有较大提升空间

2019 年第一季度，基金持有信息传输、软件和信息技术服务业板块市值占所有股票投资市值的比例为 7.46%，较 2018 年第四季度上升 0.91pct，2019 年第一季度行业标准配置比例为 4.77%，超配比例为 2.69%。2013 年以来，季度最高超配为 9.09%，平均超配为 3.44%，当前超配比例仍低于历史平均水平，且从历史上看，市场行情较好时，板块超配比例倾向于更高，预计当前配置仍有较大提升空间。

图表 7 公募基金信息技术板块持仓比例有所提升



资料来源：Wind、华创证券

二、拥抱核心技术创新：安全可控迎来发展新机遇，云计算加速追赶

（一）中国产业链价值快速提升，安全可控迎来发展新机遇

在上一轮信息化浪潮中，在 CPU、GPU、存储等基础硬件领域，在操作系统、数据库、中间件等基础软件领域，以及在办公软件、多媒体处理等门槛较高的应用软件领域，欧美等发达均处于绝对领先地位，从而获取 IT 产业绝大部分价值。中国在 IT 领域长期以来是跟随状态，芯片、操作系统等核心技术进步较为缓慢，国内大部分 IT 公司以行业解决方案及系统集成为主，行业附加值相对较低。如在高端服务器领域，IOE 成为标配；在个人电脑领域，Intel+微软也几乎成为事实标准。

新一轮基础技术创新，中国从跟随者到追赶者，产业链价值有望迎来快速提升。经过多年在 IT 基础设施领域的投入，我国信息产业逐步获得突破。如我国从上世纪 90 年代开始布局安全可控，先后历经科研及小批量试产、单品产业化，联合攻关一期试点，二期试点等，从过去的单品，走向全产业链磨合和生态建设。目前我国在 CPU、存储设备、服务器、PC、网络设备、基础软件、关键应用软件等领域，均具备一定实力。随着政策加码，生态有望加速完善，从而在 IT 关键领域实现从有到强的进步，并获得产业链更多价值，安全可控迎来发展机遇。

图表 8 我国已经在基础硬件、基础软件、关键应用软件领域有较多积淀

领域	国内主要厂商	国际重要厂商
CPU	海光、飞腾、龙芯、众志、兆芯、神威	英特尔、AMD
存储设备	同有、浪潮、联想、曙光、航天集团	EMC、HDS
服务器	浪潮、曙光、中国长城、华为、紫光股份、华胜天成	IBM、惠普、戴尔
终端电脑	联想、中国长城、华东电脑、同方股份、清华紫光	戴尔、惠普、
网络设备	华为、中兴、华三、锐捷	思科

操作系统	中标麒麟、中科方德、红旗 Linux、深之度	微软
数据库	蚂蚁金服、南大通用、武汉达梦、神州通用、人大金仓	Oracle、SAP、微软
中间件	东方通、深圳金蝶、普元、中创软件、立思辰	IBM
IaaS	阿里云、腾讯云、中国电信、百度云、优刻得	AWS、微软、谷歌
关键应用软件	工业软件：和利时、四方继保、中望龙腾、数码大方 ERP 软件：用友、金蝶、汉得、石化盈科 通用企业管理软件：用友、东软、浪潮、金蝶 协同办公：泛微、致远、华宇、蓝凌、金和、慧点 OFFICE：金山 WPS、中标普华、永中 OFFICE 网络安全：启明星辰、绿盟科技、卫士通、北信源、太极股份、蓝盾股份	赫斯曼、SAP、Oracle、微软、赛门铁克

资料来源：华创证券整理

如在操作系统领域，中标软件已经暂露头角。经过多年的打造，旗下拥有“中标麒麟”、“中标普华”、“中标凌巧”三大产品品牌。其中，中标麒麟操作系统系列产品主要以操作系统技术为核心，安全可信为特色；中标普华以办公软件为核心；中标凌巧移动终端操作系统为行业客户提供安全的移动业务新体验。在操作系统领域就能提供服务器虚拟化系统、可信操作系统、高级服务器操作系统（虚拟化版）、桌面操作系统、通用服务器操作系统、高级服务器操作系统、安全操作系统、安全云操作系统。

图表 9 中标麒麟操作系统可应用于多个领域

操作系统类型	特点与优势
安全云操作系统	通过虚拟化技术，将传统桌面从分散的终端收回到数据中心进行集中管理，用户的数据存放在企业的数据中心，既保证了企业涉密资料不外泄，又简化了软、硬件的部署和维护，同时还为企业节约了大量的电费成本
安全操作系统	安全可控、高安全等级的操作系统平台产品，满足政府、国防、电力、金融、证券、涉密等领域，适用于等级保护或分级保护系统政府关键部门的信息支撑平台和企业各种应用服务器、自主可控国产软硬件环境的构建，作为行业关键应用的系统平台、安全软硬件产品的基础环境、国防机密信息系统的的核心基础
桌面操作系统	针对 X86 及龙芯、申威、众志、飞腾等国产 CPU 平台进行自主开发，率先实现了对 X86 及国产 CPU 平台的支持，通过进一步对硬件外设的适配支持、对桌面应用的移植优化和对应用场景解决方案的构建，完全满足项目支撑，应用开发和系统定制的需求
高级服务器操作系统	对国产处理器和国产服务器整机进行了全面地支持，将 x86 架构下的诸多关键技术、基础服务在国产处理器版本中予以实现，并全面兼容国产数据库及中间件软件

资料来源：中标软件网站，华创证券

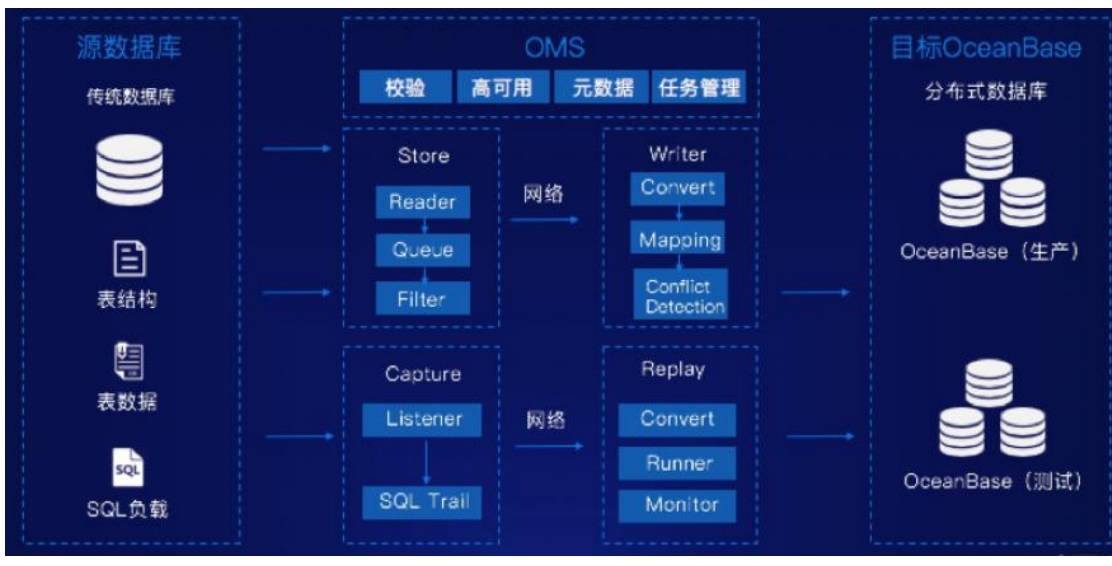
而中国互联网企业的崛起及技术外溢，则加速了新一轮基础技术创新。芯片开发快速追赶，云计算、人工智能从追赶到引领，以分布式及虚拟化为核心的基础架构创新，使得去 IOE 成为可能，IT 国产化迎来加速，云计算与人工智能持续推进。

以数据库为例，业内普遍认为去 IOE，最难的就是找到 Oracle 数据库的替代方案。数据库不仅需要满足高可用性、高性能、高可管理、高安全、高数据服务能力等基本要求。同时 Oracle 数据库一直遥遥领先，并不仅仅是数据库本身，基于数据库形成的大量场景和解决方案是更大的客户粘性所在，正是 Oracle 数据库高举高打的策略，及建立的丰富的生态，使得对其替代非常有难度。

而蚂蚁金服的数据库，通过大量的核心创新，实现在 X86 硬件可靠性较低的环境下，数据库的可用性、高性能、高

安全等基础功能，能承受淘宝双十一海量数据访问，还是还成为了成熟的商业数据库，并正式向外输出。而且其提供的 OceanBase 迁移服务（OceanBaseMigration Service, OMS），让整个数据库架构的升级也会变得异常简单。基础硬件、基础软件等突破带来的是格局和生态重构，中国在 IT 产业链价值有望进入快速提升阶段，并将对政务、金融、电力、医疗等多个领域 IT 应用生态带来重大影响。

图表 10 OceanBase 数据库能提供方便的迁移服务



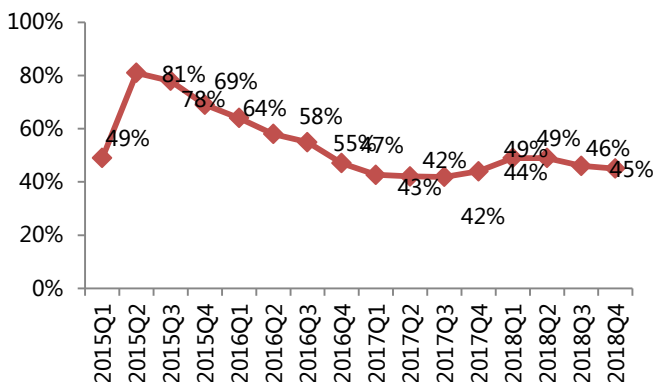
资料来源: ITPUB、蚂蚁金服科技, 华创证券

(二) 云计算本土领先, 行业渗透进入快速提升期

1、美国领先, 国内巨头强势追赶

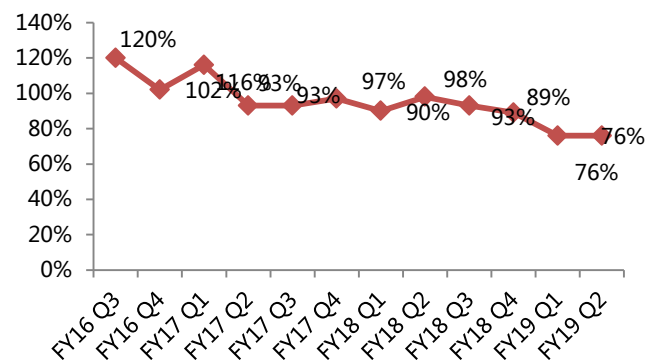
根据各大云计算巨头最新披露的财报, 2018 年第四季度亚马逊 AWS 云业务同比增长 45%, 依然呈现快速增长趋势; 2019 财年第二季度 (2018 年第四季度), Azure 云同比增长 76%, 增速与上个季度持平, 继续维持高增长态势。阿里云收入 66.1 亿元, 同比增长 84%。

图表 11 亚马逊 AWS 云收入增速



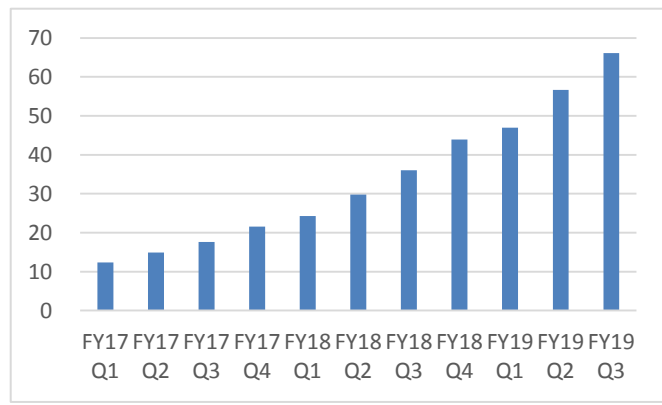
资料来源: Wind, 华创证券

图表 12 微软 Azure 云收入增速



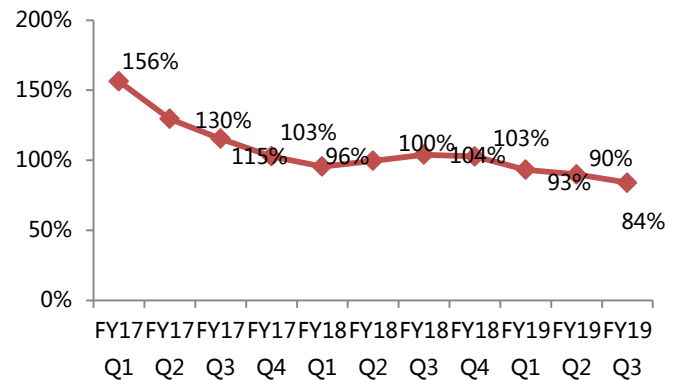
资料来源: Wind, 华创证券

图表 13 阿里云 2019 财年第二季度收入为 66 亿元



资料来源: Wind, 华创证券

图表 14 阿里云营收持续保持快速增长

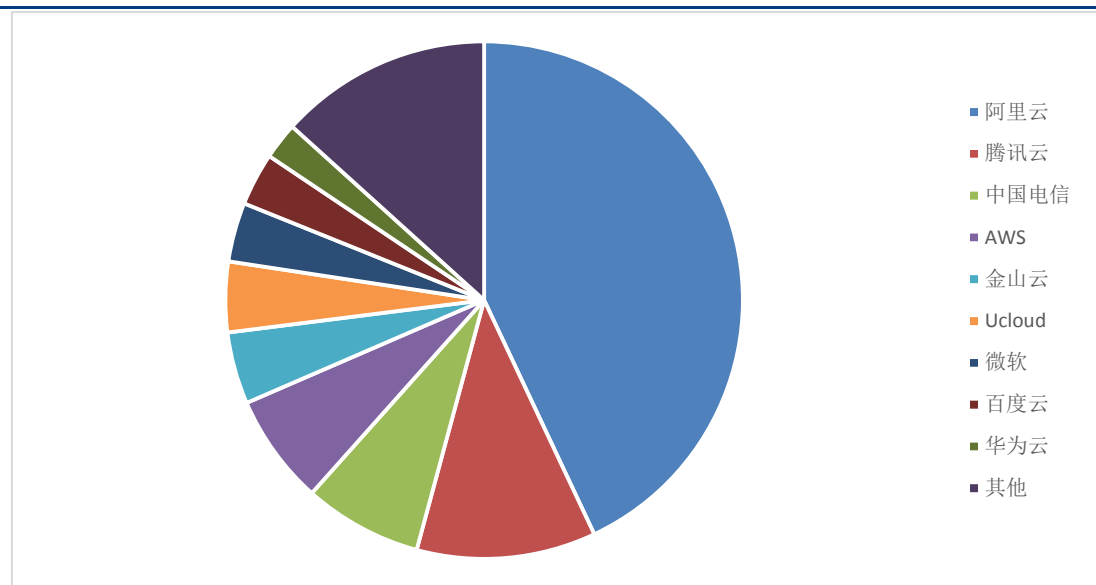


资料来源: Wind, 华创证券

2、本土公司在国内市场具备明显优势

据 IDC 资料, 2018 年上半年, 阿里云在中国 IaaS 领域市占率遥遥领先, 达到 43%, 第二、第三分别是腾讯云和中国电信, 市场份额分别为 11% 及 7%。市场占有率前十名中, 仅 AWS 排名第四, 份额为 7%, 微软排第七, 市占率为 4%。中国公司遥遥领先与前期的政策导向有一定关系, 但国内厂商已经奠定较好先发优势, 后续国内产业链公司将充分分享行业发展红利。

图表 15 2018 年上半年中国 IaaS 市场份额

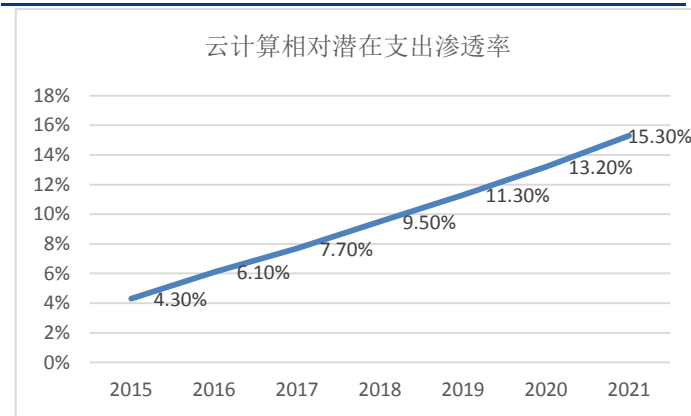


资料来源: IDC, 华创证券

3、我国云计算渗透率极低, 行业处于快速发展期

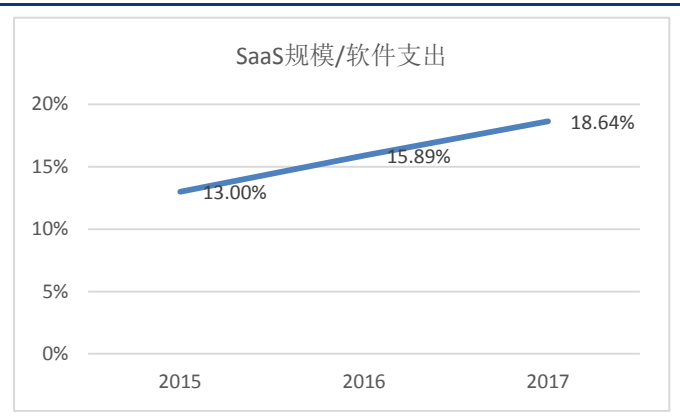
据 Gartner 和 Goldman 数据, 2018 年全球云计算领域支出相对于潜在支出渗透率仅 7.7%, 仍处于很低水平, 在 2020 年, 渗透率有望呈现加速趋势。在云计算领域, 目前 SaaS 对传统软件的需求的渗透相对领先, 但 SaaS 规模相对于每年软件支出份额仍较小, 2017 年全球 SaaS 规模为 656 亿美元, 而全球软件支出为 3520 亿美元, SaaS 仅相当于软件支出的 18.64%。

图表 16 云计算相对潜在支出渗透率仍低



资料来源: Gartner, Goldman, 华创证券

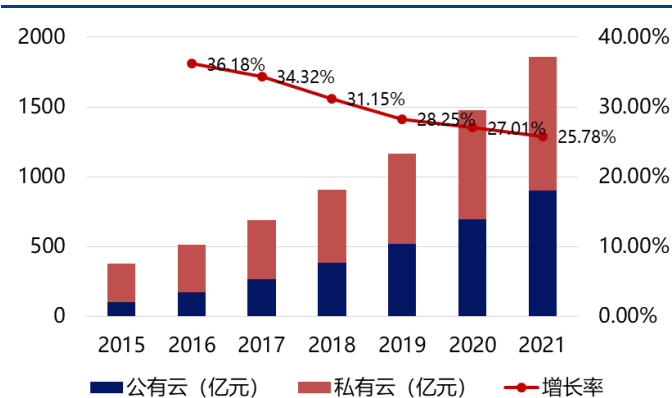
图表 17 SaaS 规模相对软件支出仍处于较低水平



资料来源: Gartner, Wind, 华创证券

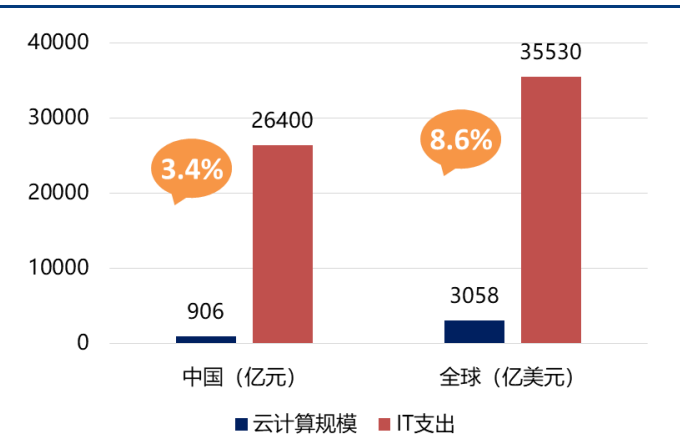
根据中国信通院统计数据, 2018 年我国云计算整体市场规模达 907.1 亿元, 同比增长 31.1%。其中, 公有云市场规模达到 382.5 亿元, 同比增长 44.4%; 私有云市场规模达 524.6 亿元, 同比增长 22.9。我们根据 Gartner 数据进行测算, 2018 年国内云计算的渗透率将在 3.4% 左右, 与全球云计算 8.6% 的渗透率相比, 渗透率明显偏低。总体来看, 当前我国云计算与全球云计算市场相比差距在 3-5 年, 渗透率处于极低水平, 市场整体规模较小, 考虑国外巨头在现阶段仍保持高速增长, 我国云计算潜在空间非常可观。

图表 18 2015-2021 年国内云计算市场规模及预测



资料来源: 中国信通院, 华创证券

图表 19 中国与全球市场渗透率对比



资料来源: Gartner, Wind, 华创证券

三、产业互联网: 把握驱动力, 兼顾弹性与确定性

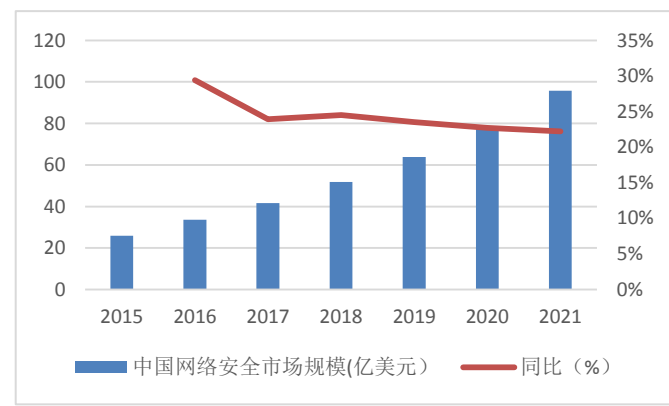
(一) 网络安全: 等保 2.0 打开空间, 新需求持续释放

1、行业持续高景气, 但网络安全支出仍相对不足

网络安全是 IT 领域刚性支出, 中国网络安全领域投资仍严重不足。据 IDC 资料, 2018 年, 我国网络安全市场规模为 51.7 亿美元, 同比增长 24.5%, 至 2021 年, 网络安全市场规模有望达到 95.8 亿美元, 期间增速保持在 22% 以上。虽然持续保持快速增长, 但我国 IT 安全类的支出占整个支出的比例仅 1.84%, 而全球范围的平均占比是 3.74%, 美国占比为 4.78%。随着网络和 IT 系统进一步复杂、数据流量持续快速增长, 网络安全更多增量有望持续释放, 叠加政策对网络安全更加重视, 及等保 2.0 推进, 网络安全领域需求有望持续保持快速增长, 料将成为计算机板块持续

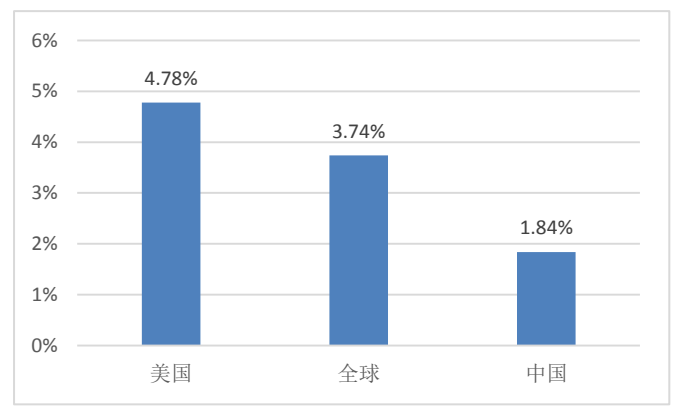
性最好的几个细分领域之一。

图表 20 中国网络安全市场将继续保持快速增长



资料来源: IDC, 华创证券

图表 21 中国 IT 安全占 IT 支出比例显著偏低



资料来源: IDC, 华创证券

2、等保 2.0, 有望带来网络安全更多增量需求

实行等级保护是确保网络安全的重要措施, 等保 2.0 要求大幅提升。信息安全等级保护是指对国家秘密信息、法人和其他组织及公民的专有信息以及公开信息和存储、传输、处理这些信息的信息系统分等级实行安全保护, 对信息系统中使用的信息安全产品实行按等级管理, 对信息系统中发生的信息安全事件分等级响应、处置。

等保 1.0 时代的工作是五个规定动作, 定级、备案、建设整改、等级测评和监督检查。在等保 2.0 时代, 除了满足以上五个以外, 把风险评估、安全监测、通报预警, 案事件调查、数据防护、自主可控、供应链安全、效果评价、综治考核等方面的工作都纳入到等级保护的范围之内。总体来看, 信息系统涉及到工作秘密、敏感信息的, 信息泄露出去或者被非法篡改、破坏后造成比较大的影响的系统, 建议定到三级, 其他系统定到二级。另外, 涉及到国家安全的, 特别是全国性的系统定为四级。

图表 22 等保测评等级分类

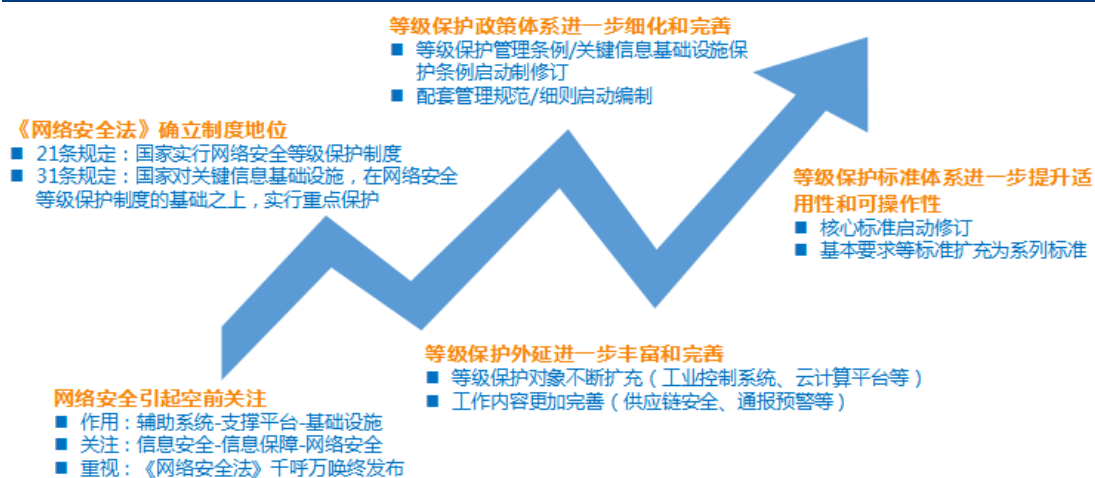
等级	对象	侵害客体	侵害程度	各类系统定级参考
第一级 (自主保护等级)	一般系统	合法权益	损害	适用于小型私营、个体企业、中小学、乡镇所属信息系统、县级单位中一般的信息系统。
第二级 (指导保护等级)		合法权益	严重损害	适用于县级某些单位中的重要信息系统; 地市级以上国家机关、企事业单位内部一般的信息系统。例如非涉及工作秘密、商业秘密、敏感信息的办公系统和管理系统等。
		社会秩序和公共利益	损害	

第三级 (监督保护等级)	重要系统	社会秩序和公共利益	严重损害	一般适用于地市级以上国家机关、企业、事业单位内部重要的信息系统，例如涉及工作秘密、商业秘密、敏感信息的办公系统和管理系统；跨省或全国联网运行的用于生产、调度、管理、指挥、作业、控制等方面的重要信息系统以及这些系统在省、地市的分支系统；中央各部委、省（区、市）门户网站和重要网站；跨省联接的网络系统等。
		国家安全	损害	
第四级 (强制保护等级)		社会秩序和公共利益	特别严重损害	一般适用于国家重要领域、部门中涉及国计民生、国家利益、国家安全，影响社会稳定的核心系统。例如电力生产控制系统、银行核心业务系统、电信核心网络、铁路客票系统、列车指挥调度系统等。
		国家安全	严重损害	
第五级 (专控保护等级)	极端重要系统	国家安全	特别严重损害	一般适用于国家重要领域

资料来源：江苏省等级保护测评微信公众号，华创证券

等保 2.0，进一步打开网络安全增量空间。我们认为等保 2.0 给信息安全行业带来的增量空间主要来自两个方面：1) 由于第三级以上的信息系统涉及地市级以上各级政府机关、金融和能源等国家重点行业，为符合等保 2.0 时代国家网络安全等级保护政策的新要求，将进一步加大信息安全产品和服务的投入。2) 等保 2.0 把包括传统网络安全、云计算、物联网、移动互联、工业控制、大数据等在内所有新技术纳入监管，比等保 1.0 拓展了一个维度。随着等保 2.0 标准的逐步落实，国内信息安全市场有望迎来更大的发展。此外，定级方式变化将助力潜在需求真正落地：等保 2.0 的定级并不是 1.0 标准下的用户自主定级，而是要参照定级指南进行定级，定级更加规范化，而且将进行常态化的监督，约束力进一步增强，助力潜在需求更好落地。

图表 23 新形势下的等级保护将带来跟多增量需求



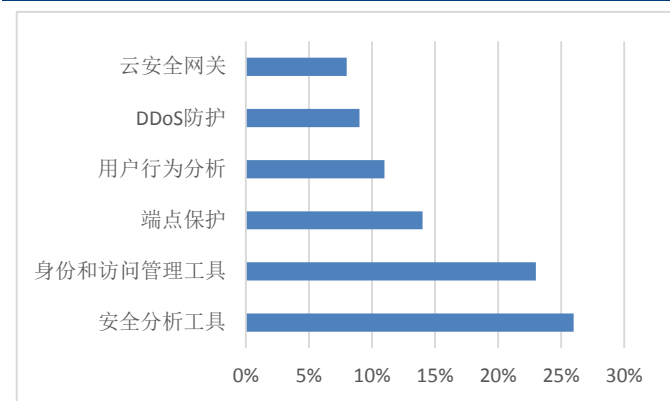
资料来源：深信服官网、华创证券

3、新需求不断涌现，软件与服务占比有望提升

随着数据流量持续爆发，及新的安全威胁不断出现，网络安全领域出现诸多新的需求。据 IDC 资料，首席信息技术官最关注的产品和技术包括安全分析工具、身份访问和管理工具、端点保护、用户行为分析等，其中安全分析工具包括安全态势感知、漏洞闭环管理、未知威胁分析等，是关注度最高的领域，体现出海量数据时代对网络安全的关注重点从已知威胁转向潜在威胁、从事后分析转向事前防范。

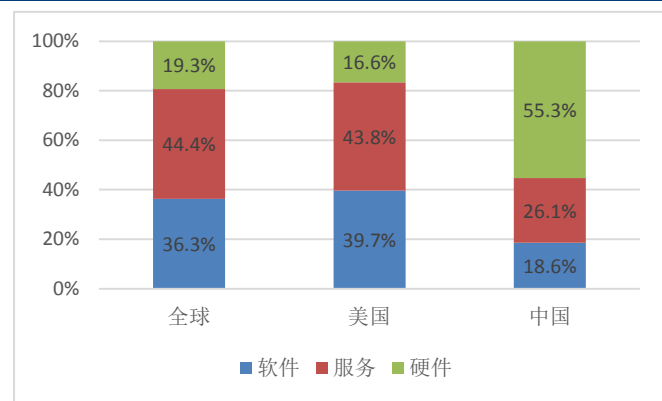
支出以硬件形态为主，软件与服务占比有望提升。中国过去网络投入以硬件为主，软件及服务占比较低，2016 年，中国网络安全支出中，硬件占比 53.3%，服务占比为 26.1%，软件占比仅 18.6%；从全球市场来看，2016 年软件占比为 36.3%，服务占比为 44.4%，而硬件占比仅 19.3%；美国硬件占比更低，为 16.6%。中国网络安全领域软件较低的占比固然与客户偏好有一定的关系，但也反映了网络安全领域投入仍处于较早期阶段，目前安全软件及安全服务已呈现出较好势头，随着软件定义一切的推进，及客户更加注重网络安全本身，我国网络安全领域服务与占比有望持续提升，龙头公司优势有望更加明显。

图表 24 新一代安全解决方案将带来增量



资料来源：IDC，华创证券

图表 25 安全软件与服务支出有望提升



资料来源：IDC，华创证券

(二) 医疗信息化：成长加速，创新不止

1、电子病历升级仍处于高峰期，IT 系统统一化持续推进

2018 年 12 月，卫健委发布“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”。强调三点：其一是要求地方各级卫生健康行政部门要加大工作力度，组织辖区内有关医疗机构持续推进电子病历信息化建设，提高医疗服务、管理信息化水平。其二是要求二级以上医院按时参加电子病历系统功能应用水平分级评价，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。其三是，卫健委将对每年度电子病历应用水平分级评价情况进行通报。

《电子病历系统应用水平分级评价标准（试行）》将电子病历系统应用水平划分为 0 级-8 级共 9 个等级，其中 2 级仅是部门内部交换、3 级是部门间数据交换、4 级是全院信息共享及初级医疗决策支持，2 级到 4 级是两次大跨越。

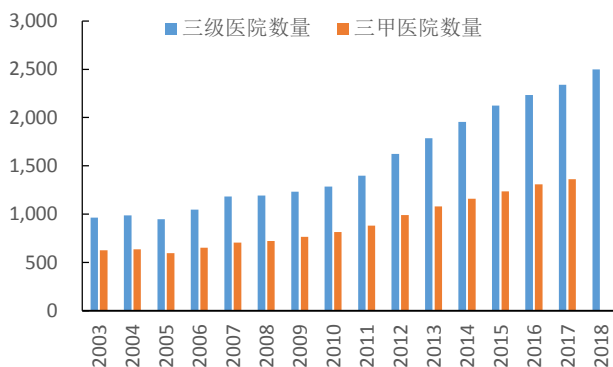
图表 26 电子病历系统应用水平划分为 0 级-8 级共 9 个等级

等级	内容	基本项目数 (项)	选择项目 数(项)	最低总评 分(分)
0 级	未形成电子病历系统	-		
1 级	独立医疗信息系统建立	5	20/32	28
2 级	医疗信息部门内部交换	10	15/27	55
3 级	部门间数据交换	14	12/25	85
4 级	全院信息共享，初级医疗决策支持	16	10/23	110
5 级	统一数据管理，中级医疗决策支持	20	6/19	140
6 级	全流程医疗数据闭环管理，高级医疗决策支持	21	5/18	170
7 级	医疗安全质量管控，区域医疗信息共享	22	4/17	190
8 级	健康信息整合，医疗安全质量持续提升	22	4/17	220

资料来源：卫生健康委网站，华创证券

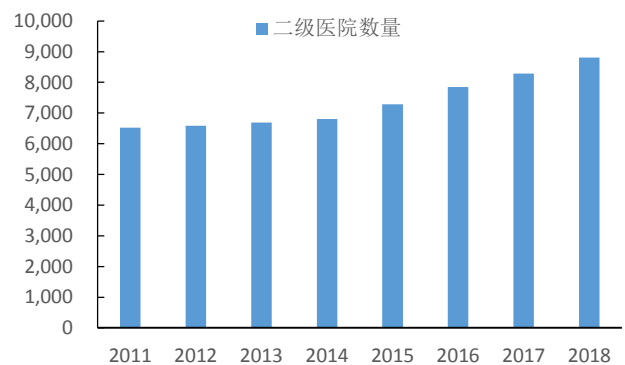
截至 2018 年 11 月，我国三级医院 2498 家、二级医院 8806 家，且每年新增三级医院百余家。目前三级医院 4 级以上电子渗透率不到 10%，3 级以上渗透率不到 50%，增量空间 200 亿以上，18 年是政策推进元年，未来两年都是建设高峰期。而且，此轮电子病历升级到 4 级远不是终点，医疗 IT 系统的统一化与互联互通在未来 5 年都将是重要方向。

图表 27 2 我国三级医院数量保持增长



资料来源：Wind，华创证券

图表 28 我国二级医院数量庞大



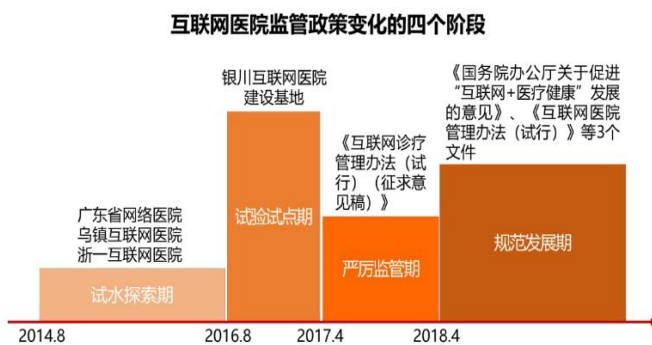
资料来源：Wind，华创证券

2、智能化与互联网化进入落地阶段，目前预期处于较低水平

互联网医疗在经历过去几年的遍地开花、迅速预冷后，进入真正落地阶段。2018 年 4 月，国务院办公厅发布《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》，在“互联网+”医疗服务、“互联网+”公共卫生服务、“互联网+”药品供应保障服务、“互联网+”人工智能应用服务等多个方面提出了强有力的政策支持，互联网医疗进入规范发展新阶段，盈利模式也更加清晰。

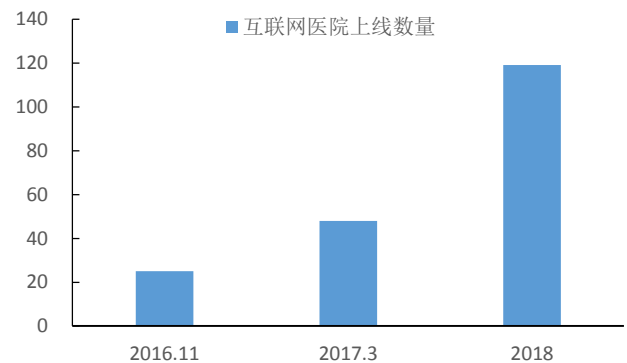
互联网医疗在经历前几年的遍地开花、迅速预冷后，进入真正落地阶段。18 年 4 月，国务院办公厅发布《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》，在“互联网+”医疗服务、“互联网+”公共卫生服务、“互联网+”药品供应保障服务、“互联网+”人工智能应用服务等多个方面提出了强有力的政策支持，互联网医疗进入规范发展新阶段，盈利模式也更加清晰。此外，智能化作为医疗领域的辅助手段也不断实现突破，在影像识别、复杂疾病诊断、新药研发辅助等领域价值几乎成为公认。我们认为医疗互联网化与智能化目前对应的是技术成熟度曲线的稳步爬升光明期，但预期仍停留在上一个泡沫化的低谷期，随着业务快速落地，创新业务料将迎来重估。

图表 29 互联网医院进入新的规范发展期



资料来源：动脉网，华创证券

图表 30 互联网医院上线数量快速增长



资料来源：动脉网，华创证券

此外，智能化作为医疗领域的辅助手段也不断实现突破，在影像识别、复杂疾病诊断、新药研发辅助等领域价值几乎成为公认。以思创医惠为例，2018 年，公司创新设计开发的中西医临床术语体系框架(ITCMWMCTS)；运用自主研发的以人工智能认知引擎 ThinkGo 为核心的医学智能大脑，持续开展疾病辅助诊断等应用产品的开发工作，目前已开发了 10 余种常见疾病的单病种机器人运用于临床智能辅助诊断。公司还融合人工智能和互联网技术，实现了慢病精细化管理，并开始利用互联网人工智能医疗协作平台开展跨区域优质医疗资源联动，发展医养康护相结合的互联网智慧养老服务新模式等等。

我们认为医疗互联网化与智能化目前对应的是技术成熟度曲线的稳步爬升光明期，但预期仍停留在上一个泡沫化的低谷期，随着业务快速落地，创新业务将迎来重估。

3、医保控费推进，IT 系统成为排头兵

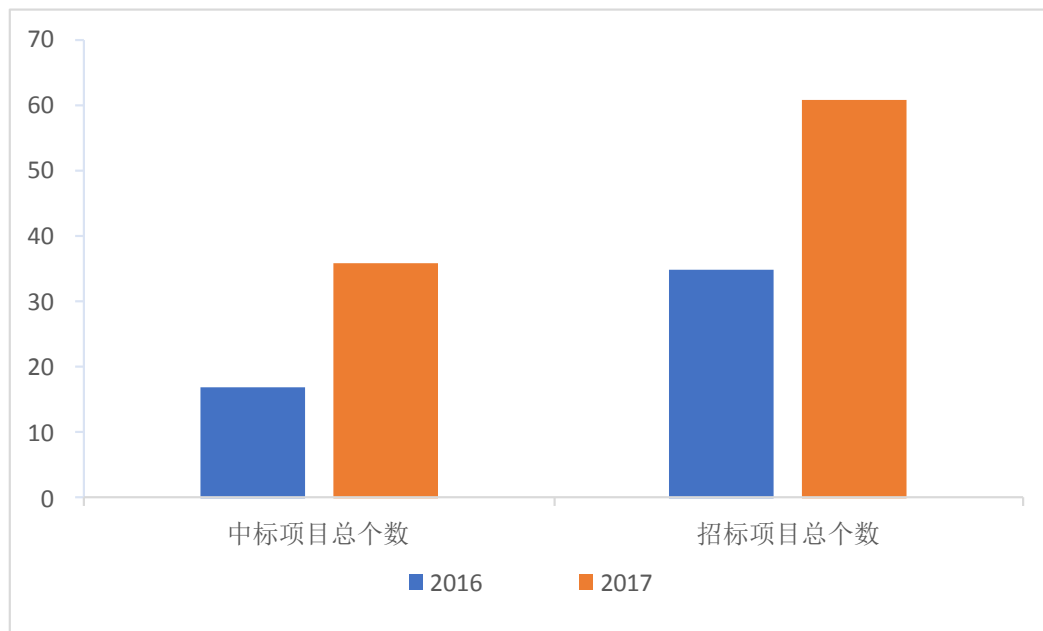
老龄化加速带来医保支付压力，催生精细管理需求，医保改革推行以 DRGs 为核心的多元支付方式是重要应对策略。17 年以来，以 DRGs 系统为代表的医保控费系统建设进入快速推进期，在完成三明市、深圳市等诸多城市试点后，DRGs 推进有望加速。同时，医保控费是一项系统性工程，IT 系统的统一化与互联互通是基础，DRGs 是初步手段，医保智能审核和实时监控需求后续将不断深化。

2017 年国务院颁布了《关于进一步深化基本医疗保险支付方式改革的指导意见》，明确了要针对不同医疗服务特点，实行以按疾病诊断相关分组(DRG)为核心的多元复合式医疗保险支付方式，以提升医保资金利用效率。其中的 DRG 是医保精细化管理的代表，是根据住院病人的病情严重程度、治疗方法的复杂程度、诊疗的资源消耗(成本)程度

以及合并症、并发症、年龄、住院转归等因素，将患者分为若干的“疾病诊断相关组”，并且坚持分组公开、分组逻辑公开、基础费率公开，结合实际确定和调整完善各组之间的相对比价关系，加强不同医疗机构同一病种组间的横向比较，利用评价结果完善医保付费机制，促进医疗机构提升绩效、控制费用。实际上，多元复合式医保支付即是一种细致化、技术化的改革趋势，传统的粗放管理已经不适应制度的可持续健康发展要求，也不适应医患保三方利益均衡的运行机制要求，以 DRG 为代表的多元支付改革将带来致力于医保精细化管理的医疗 IT 系统的需求增长。

据中国采招网数据，2016 年 DRG 相关招标项目数量为 35 个，其中中标项目 17 个，而 2017 年 DRG 相关招标项目数量为 61 个，其中中标项目 36 个，已呈现快速增长。2018 年以来，以 DRGs 为代表的医保控费信息化需求进入快速释放期。

图表 31 DRGs 相关招标中标项目已呈现快速增长

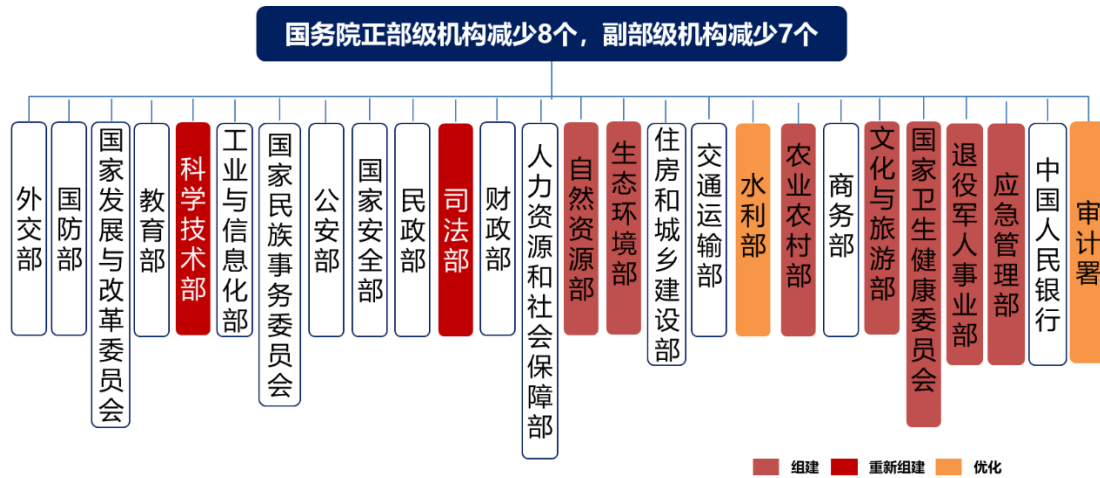


资料来源：中国采招网，华创证券

（三）政务信息化：机构改革基本完成，需求加速释放

机构改革给政务信息化建设带来较大的新增需求与升级需求。2018 年 3 月，国家机构改革方案公布。部制改革方案包括涉及多个新设部门以及原有部门合并；改革后，国务院正部级机构减少 8 个，副部级机构减少 7 个。

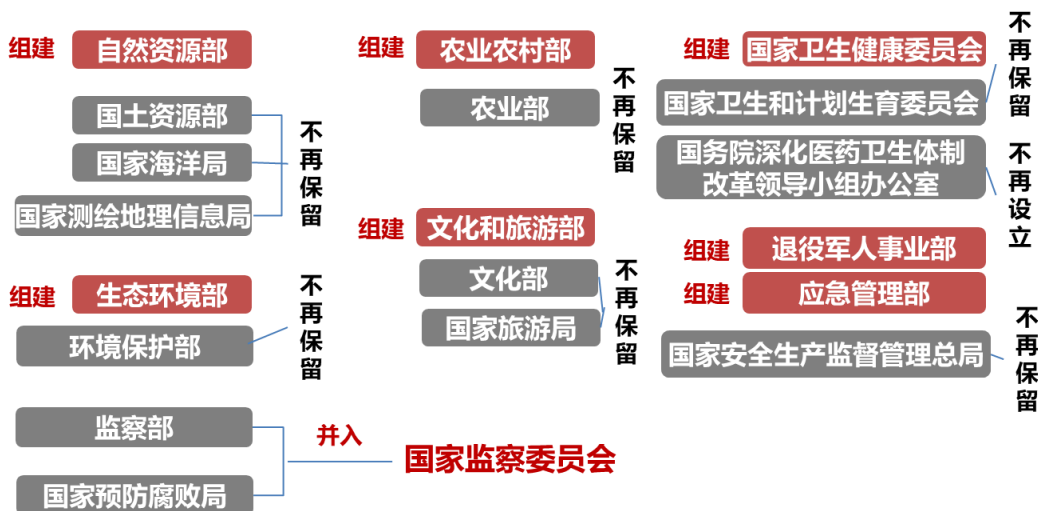
图表 32 国务院正部级机构



资料来源：新华社、华创证券

机构改革新组建或重新组建：自然资源部、生态环境部、农业农村部、文化和旅游部、国家卫生健康委员会、退役军人事务部、应急管理部、科学技术部、司法部、水利部、审计署；不再保留监察部、国土资源部、环境保护部、农业部、文化部、国家卫生和计划生育委员会；除国务院办公厅外，国务院设置组成部门 26 个。随着中央及地方机构设置的撤并整合和职能调整陆续完成，政务信息化的新增需求和升级需求有望逐渐释放。

图表 33 机构改革新组建或重新组建部门

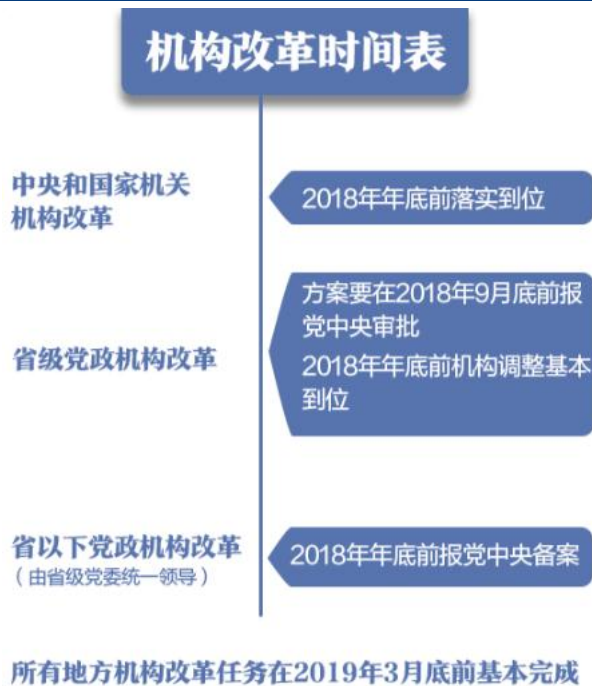


资料来源：新华社、华创证券

机构改革基本完成，需求迎来加速释放。国务院明确规定机构改革的时间节点，中央和国家机关机构改革要在 2018 年年底落实完成，地方党政机构改革全部任务在 2019 年 3 月底前基本完成。1) 中央机构改革主要时间节点：6 月 20 日前，各部门“定职责、定机构、定编制”的三定规定将报批印发；9 月 30 日前落实“三定”规定；党和国家机构改革要在年底前落实到位。2) 地方机构改革主要时间节点：省级党政机构改革方案要在 2018 年 9 月底前报党中央审批，2018 年底前机构调整基本到位；省以下党政机构改革由省级党委统一领导，在 2018 年底前报党中央备案。地方党政机构改革全部任务在 2019 年 3 月底前基本完成。

2018 年下半年，机构改革推进导致政务信息化部分细分领域的招标和订单执行节奏受到一定影响，随着机构改革完成，相应需求将迎来集中释放，叠加 2019 年新的建设需求，需求或呈现加速趋势。

图表 34 中央及地方机构改革主要时间节点



资料来源：人民日报、华创证券

(四) 金融信息化：受益技术与政策双重驱动，行业格局进一步优化

1、大资管信息化：金融创新与监管持续推进，需求不断释放

技术进步与政策变化是金融 IT 重要驱动力。金融信息化的价值是提高金融业务的效率、降低业务成本、并使相应流程满足监管要求。技术进步与政策变化是金融信息化发展重要驱动力。其一，金融行业信息化需求远没有达到饱和，该领域具有典型的供给创造需求的特征，即每一次技术进步产生新的产品及解决方案，都将促进行业采用更快速、更稳健、更有效的 IT 系统，从而产生新的需求。其二，金融行业业务创新与监管变化将带来业务内容与业务流程的变化，并需要相应的信息化系统新增、更新、改造，从而满足新的政策要求。金融领域业务创新与监管优化仍处于持续推进阶段，相关需求将不断释放。

金融创新与监管持续推进，信息化需求不断释放。其一，科创板制度正式落地，需要证券、基金、保险、银行资管等行业信息系统进行相应更新或升级，以满足相关制度创新。其二，资管新规已经落地，资管领域诸多业务开展将出现大量变化，带来对应的 IT 系统改造需求，特别是银行理财业务信息化系统将迎来改造，同时，理财子公司崛起，信息化需求也迎来释放。其三，券商交易接口对量化私募放开，券商信息系统需要改造，同时，一批头部私募快速发展，随着监管逐步优化，其信息化升级将更加迫切，需求或步入释放期。其四，券商机构柜台、沪伦通、CDR、MOM 等业务陆续推进也将催生相应的 IT 更新改造需求。

图表 35 资管领域新业务将带来大量信息化需求

	涉及的信息化系统	涉及机构
资管新规		
其中：银行理财业务	综合理财、资产管理等	综合理财业务银行
其中：理财子公司	投资管理、估值系统、风险管理等	托管银行、股份制银行，城商行及头部农商行也有需求

科创板	券商交易系统、投资管理、登记、估值清算	券商、公募基金、资管机构
沪伦通	券商交易系统、投资管理、登记、估值清算	券商、公募基金、资管机构
CDR	券商交易系统、投资管理、登记、估值清算	券商、公募基金、资管机构
券商托管	清算、托管	券商、公募基金、资管机构
合计		

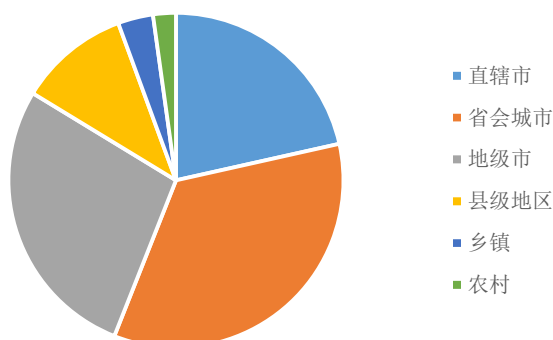
资料来源：华创证券整理

2、第三方支付：行业仍具广阔空间，格局改善与增值服务带来盈利能力提升

我们认为中国第三支付的成长性来自于供需与技术进步双重驱动，同时第三方支付公司通过给商户提供增值业务有望进一步提升其盈利能力。需求端，来自于三线及以上城市、乡镇地域渗透率的提升；同样来自于主流使用人群覆盖的年龄更加广泛。供给端，来自于专业支付产品价格不断下降、支付成本的下降及第三方支付公司向更多的地域与行业拓展。技术驱动方面，来自于以人脸识别为代表的新一代生物识别支付的推进，带来支付领域更多需求释放。增值业务领域，大量小微商户缺乏基本的数据与用户管理能力，也较难获得信贷支持，第三方支付公司可以高效地为其提供用户管理与营销、财税发票管理、助贷服务等增值服务，从而进一步提升其盈利能力。

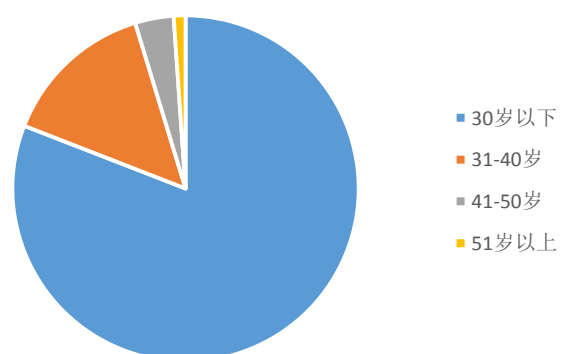
需求端：地域的下沉及目标人群的扩大驱动行业成长。首先，在第三方支付领域，一二线城市渗透相对较高，县级及以下地区仍具备广阔空间。据中国支付清算协会发布的《2017 移动支付用户调研报告》，直辖市与省会城市是移动支付的用户的绝对主力，其中直辖市用户占比为 21.50%，省会城市用户占比为 34.50%，两者合计占比为 56%；而县级地区及乡镇占比分别为 10.70%、3.40%。县级地区及乡镇有着大量的人口，也具备拓展的潜力，其渗透率有望快速提升，从而带来增量需求持续释放。此外，30 岁以下人群是移动支付绝对主力，随着更多青年成为目标群体，及老用户逐步上升的学习曲线发挥效应，用户数将保持增长，并不断贡献增量需求。2017 年，移动支付用户中，30 岁以下人群占比为 80.9%，31-40 岁人群占比为 14.4%，是移动支付主要用户。随着青少年逐步进入到消费阶段，将带来无现金支付人群比重进一步上升，同时年龄较大人群对无现金支付的接受度也将逐步提升，无现金支付用户数将继续保持较快增长。

图表 36 县级及以下地区移动支付仍有较大提升空间



资料来源：中国支付清算协会，华创证券

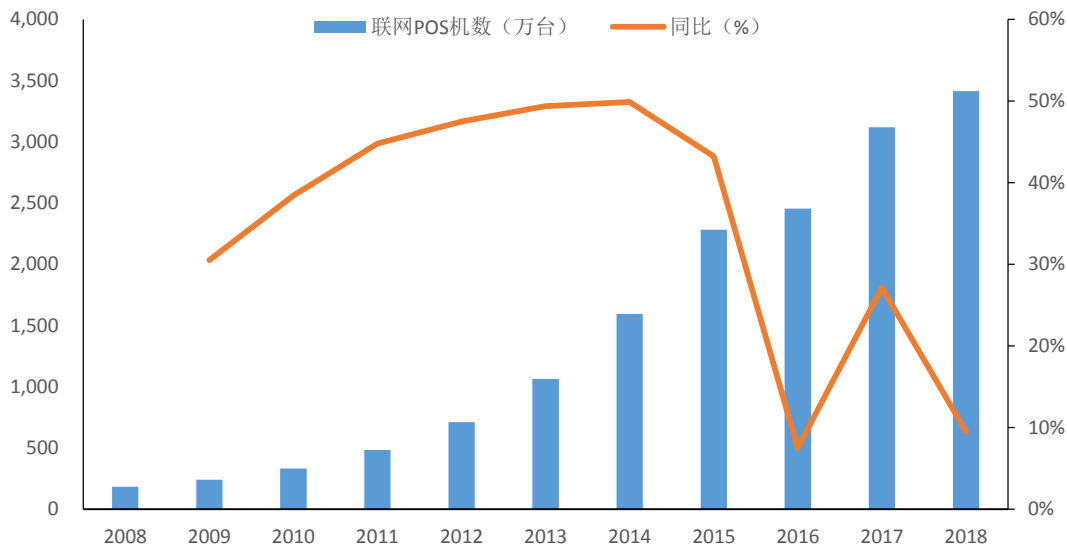
图表 37 40 岁以下人群是现阶段移动支付主力



资料来源：中国支付清算协会，华创证券

支付设备持续渗透及综合成本下降，带来第三方支付可获得性提升。无现金支付渠道可获得性是影响行业增速的另一重要因素，支付设备单价逐步下降，高性价比的智能 POS 加速推进及移动支付向线下渗透将带来第三方支付商户数量的持续增长。近十年，POS 机铺设量持续保持快速增长，2016 年增速有所回落（可能主要为部分存量 POS 退出

市场)，随着智能 POS 的加速渗透，2017 年重回快速增长通道。此外，移动支付势头迅猛，但线下消费场景渗透仍处于较低水平。前期，互联网巨头拓展线下商户前期主要是通过第三方支付公司，随着智能 POS 功能进一步成熟，和第三方支付公司也逐步变为合作关系，通过一个终端可解决移动支付和银行卡支付双重需求，第三方支付可获得性进一步提升。

图表 38 联网 POS 机数量总体保持快速增长


资料来源：中国人民银行，华创证券

手续费的下降使得第三方支付更具吸引力，助力第三方支付服务更快渗透。发展改革委、人民银行于 2016 年 3 月 14 日联合印发《关于完善银行卡刷卡手续费定价机制的通知》，对银行卡收单手续费进行改革，并于 2016 年 9 月 6 日正式实施（96 费改）。改革实施后，商户手续费下降明显，据统计，宾馆、餐饮、娱乐类商户刷卡手续费降幅为 50%~55%，百货类商户手续费降幅为 20%~30%，截至 2016 年末，POS 消费总体手续费支出下降 31 亿元，较低的手续费助力第三方支付业务更快渗透。虽然综合费率总体下降，但收单机构由股东费率变为市场费率，更考验收单机构的技术实力及服务水平，对头部公司相对更为有利。

图表 39 “96” 费改前第三方支付收费模式

	费用总额	发卡行	银联	收单机构
餐饮娱乐	1.25%	0.90%	0.13%	0.22%
房产类	1.25% (80 元)	0.90% (60 元)	0.13% (10 元)	0.22% (10 元)
一般行业	0.78%	0.55%	0.08%	0.15%
批发类	0.78%	0.55% (20 元)	0.08% (2.5 元)	0.15% (3.5 元)
民生类	0.38%	0.26%	0.04%	0.08%
公益类	免费	0	0	按成本收取

资料来源：中国人民银行，华创证券

图表 40 “96” 费改后第三方支付收费模式

	费用总额	发卡行	银联	收单机构
标准类别	市场价	借记卡 0.35% (13 元), 贷记卡 0.45%	0.0325% (3.25 元)	市场价
优惠类别	市场价	借记卡 0.273% (10.14 元), 贷记卡 0.351%	0.0254% (2.54 元)	市场价
减免类别	免费	免费	免费	免费

资料来源：中国人民银行，华创证券

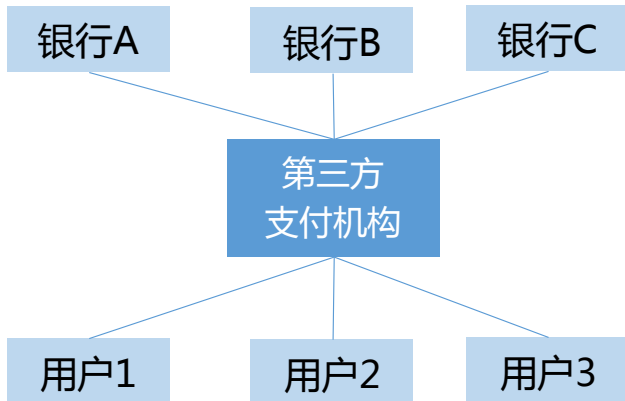
增值服务有望进一步提升盈利能力。支付是线下流量管理的重要入口，智能 POS 和聚合支付的崛起丰富了数据的维度，提升了线上线下连接的深度和广度，基于支付的增值服务有望提供新的变现空间，不断提升单位流水盈利能力。对于大量的小微商户，在客户管理、信贷需求、发票提供等方面都有着明显的痛点，第三方支付公司以支付数据为起点，对商户可以提供在线的客户管理与营销推广服务、电子发票服务及基于真实流水的助贷服务。

- **客户管理与营销推广：**第三方支付公司通过支付入口连接商户与用户，基于用户的消费习惯等多位数数据，向用户提供有吸引力的商家会员、优惠券减免、红包营销等活动，达到精准营销的目的。
- **电子发票：**小微商户过去是通过铺设税控设备或者提前申请定额发票满足客户的发票要求，面临较高的成本，有时也一定程度影响用户体验。票据电子化成为新的趋势，第三方支付公司基于现有渠道和系统优势，通过扮演电子发票零售商的角色，可有效提升小微商户电子发票可获得性，并可赚取一定差价。
- **助贷服务：**普惠金融的难点是小微企业的征信，第三方支付公司可基于动态业务情况提供助贷服务，大幅提升小微商家贷款可获得性。

监管趋于规范，竞争格局改善。首先是线上支付引入网联，线上线下成本趋同。2018 年之前，线下收单公司通过银联连接发卡银行，银联承担清算角色，而支付宝为主的线上支付则大部分没有通过银联转接，而是将自身的 IT 系统逐个对接不同银行，称之为“直连”。由于互联网巨头较强的话语权，通过直连方式付给发卡行的收单成本相对偏低，也不用付给清算机构相应费用，线上成本明显低于线下。随着网联推出，央行在 2017 年中旬发布《中国人民银行支付结算司关于将非银行支付机构网络支付业务由直连模式迁移至网联平台处理的通知》，要求逐步切断支付机构与商业银行直连，截止到 2018 年年底，全部持网络支付牌照的 115 家支付机构以及 424 家银行已接入网联平台，超过 99% 的市场存量跨机构业务已通过网联平台处理，线上线下模式基本一致，成本将逐步趋同。

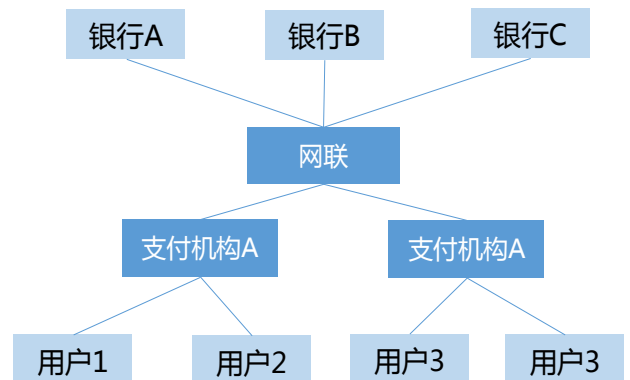
此外，备付金集中存管落地，靠沉淀资金赚取利息的模式不在，第三方支付回归服务与运营本身。由于第三方支付资金到账普遍是 T+1 模式，账户上会沉淀大量资金。行业出现过通过低费率抢客户，并通过利息盈利，商户拓展时，价格战较为激烈。2017 年 1 月，央行发布《关于实施支付机构客户备付金集中存管有关事项的通知》，要求支付机构应将客户备付金按照一定比例交存至指定机构专用存款账户，并量比例逐步提高，2019 年 1 月之后，支付机构客户备付金将实现 100% 集中存管，利息收入消失，行业价格战也基本结束，第三方支付回归服务与运营本身。

图表 41 直连模式下互联网巨头有较大话语权



资料来源：中国支付清算协会，华创证券

图表 42 引入网联后，线上线下模式趋同

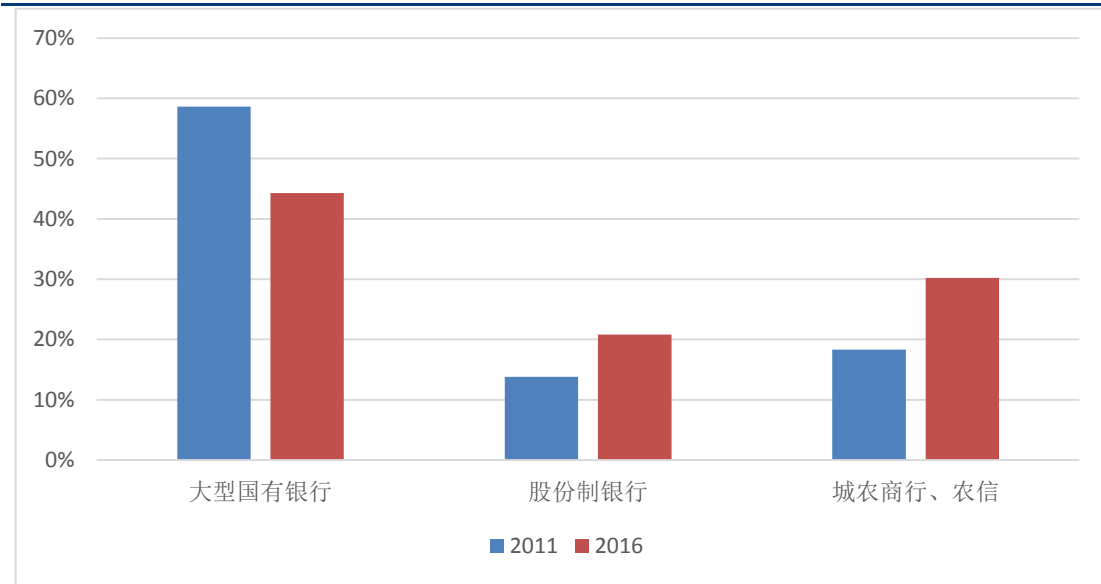


资料来源：中国支付清算协会，华创证券

3、银行信息化：显著受益基础软硬件国产替代，行业进入新一轮成长期

相比于大型商业银行，中小型银行资本实力较弱，IT 系统也较为落后，仅能支撑传统的业务。在利差收窄、存款理财化、业务互联网化趋势下，地方性中小银行业务压力不断增加。基于地域优势，进行业务创新，拥抱互联网，激活存量用户价值，并培养用户粘性成为重要方向。这需要对传统 IT 系统进行改造，使信息系统能支撑互联网化高并发、高可用，IT 系统配置以业务为中心到以用户为中心，并强化业务中台建设。2011 年以来，以城商行、农商行为代表的中小银行 IT 投资更加积极，占银行领域 IT 整体投资的比重明显上升，随着中小银行拥抱互联网趋势进一步明确，其 IT 支出有望进一步呈现加速趋势。

图表 43 城商行、农商行及农信黑色 IT 支出占比快速提升



资料来源：IDC，华创证券

互联网巨头瞄准中小银行新一轮 IT 系统改造需求，强强联手助力渗透加速。去年以来，蚂蚁金服和腾讯均瞄准中小银行信息化改造需求，与业内诸多龙头公司进行资本和业务多个层面的合作。蚂蚁金服通过上海云鑫持有润和软件 5.2% 股份，2018 年 3 月，共同发布新一代分布式金融业务核心平台，同时，共同拓展银行客户，为中小银行业务创新赋能。腾讯参股长亮科技，持股 6.56%，并在两个层面展开合作，其一是共同推动打造互联网金融云服务；其二

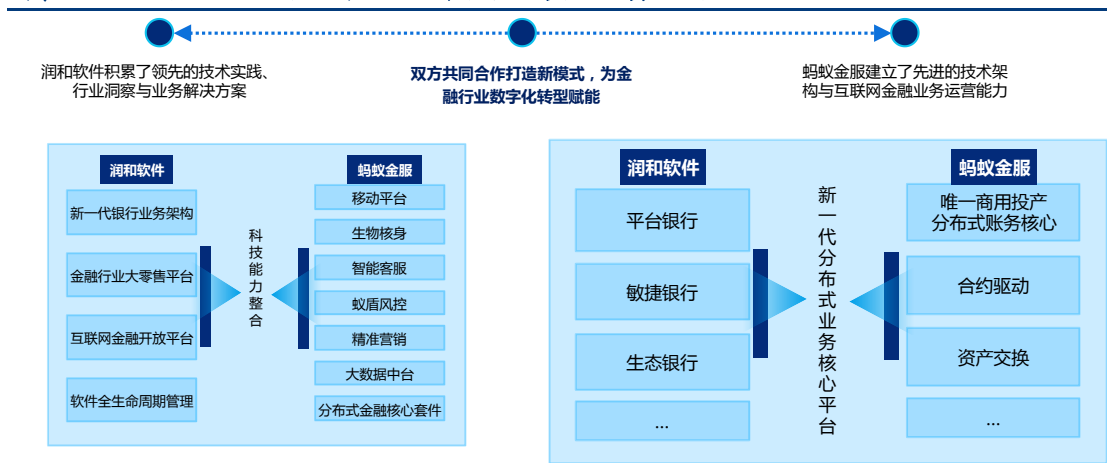
是基于腾讯基础 IT 技术优势、长亮银行 IT 优势，共同打造对接个人和银行的“理财通”。此外，蚂蚁金服还参股科蓝软件，并进行业务合作，与高伟达成立合资公司，同时拟围绕金融行业客户提供高品质的全产业链服务。我们认为腾讯和蚂蚁金服在分布式计算、数据库、大数据分析 & AI 应用等方面全球领先，而润和、长亮等公司长年深耕中小银行信息化领域，能提供从核心系统、数据治理及整体解决方案，对银行信息化及转型需求有深刻理解，强强联手将更好为金融行业数字化转型赋能。

图表 44 蚂蚁金服和腾讯纷纷加码银行 IT 领域

上市公司	互联网公司	参股情况	业务合作内容
润和软件	蚂蚁金服	上海云鑫持股 5.20%	共同推进并发布新一代分布式金融业务核心平台；共同拓展银行客户，为中小银行业务创新赋能
长亮科技	腾讯	腾讯信息持股 6.56%	共同推动打造互联网金融云服务；基于腾讯基础 IT 技术优势、长亮银行 IT 优势，共同打造对接个人和银行的“理财通”
科蓝软件	蚂蚁金服	上海云鑫持股 3.4% 恒生电子持股 5.01%	利用蚂蚁金服分布式数据库等技术优势，结合科蓝业务理解与应用系统建设经验，提供面向银行的基于分布式技术架构的核心业务系统解决方案；共同推广蚂蚁金服+科蓝软件的应用整合的移动金融解决方案
高伟达	蚂蚁金服	-	与上海云鑫成立合资公司；围绕金融行业客户提供高品质的全产业链服务

资料来源：润和软件公告，长亮科技公告，科蓝软件公告，高伟达公告，华创证券整理

图表 45 互联网巨头与银行 IT 公司能较好实现优势互补



资料来源：润和软件发布会资料，华创证券

四、投资建议：拥抱核心技术创新，掘金产业互联网

核心技术创新把握安全可控及云计算：基础技术创新推荐中科曙光、太极股份、科大讯飞、中孚信息、淳中科技，关注中国软件、中国长城；SaaS 推荐用友网络、广联达、石基信息、航天信息、泛微网络、新开普、恒华科技；IaaS 推荐浪潮信息、中科曙光、深信服、宝信软件；

网络安全：推荐启明星辰、深信服、美亚柏科、中新赛克，关注绿盟科技、北信源、南洋股份；

医疗信息化：推荐卫宁健康、创业慧康、思创医惠，关注和仁科技、久远银海；

政务信息化：推荐华宇软件、太极股份、超图软件、辰安科技；

金融科技：推荐恒生电子、长亮科技、新国都、赢时胜、润和软件、同花顺；

（一） 中科曙光：业绩增长超预期，期待海光芯片放量加速协同

1、2019 年一季报业绩增速超预期

19Q1 实现营收 22.41 亿元，同比增长 52.62%；归母净利润 5079.56 万元，同比增长 122.73%，收入和利润增速均超出我们预期。公司毛利率为 15.27%，同比下滑 2.35 个百分点，我们判断主要由于互联网客户收入增长较快，在总收入中占比提升。公司经营效率提升，销售费用率和管理费用率分别同比下降 1.3 个百分点和 0.5 个百分点。此外，公司预付账款为 6.89 亿元，较年初增长 117.26%，一定程度说明公司增长正在加速，对库存和原材料的需求逐渐增加。

2、期待海光芯片后续放量，推动协同效应加速显现

公司持有海光信息的股权已从 25.52% 上升至 36.44%，成为海光信息第一大股东。海光信息已在芯片国产化领域迈出重要一步，根据 EETOP 电子网报道，海光基于 X86 结构代号为“禅定”的国产 CPU 已正式开始量产。2018 年海光信息实现收入 1.13 亿元，同比大幅增长 729.6%；实现净利润-3570.66 万元，亏损幅度同比缩小。后续海光芯片与公司服务器业务结合的协同效应有望加速显现，从而推动毛利率进一步提升。

3、自主可控核心企业，国之重器地位不断凸显

公司在高端计算机、存储和安全产品等硬件设备上，及安全可控核心芯片技术和产品开发上已取得重要进展，在云计算操作系统平台、云存储软件、云计算服务安全保障体系等方面，也拥有了众多自主知识产权和系列产品，有力地提升了国家信息安全保障能力。18 年，公司先后获批“自主可控先进计算设备智能工厂”、“国产安全可控先进计算系统研制”等项目，致力于打造完整的、全自主可控的新一代信息技术体系，国之重器地位不断凸显。

4、投资建议：

我们高度看好公司在自主可控领域的核心地位，海光芯片与服务器业务的加速协同有望推动毛利率提升。此外，中科曙光参股了中科星图、中科睿光、中科三清等众多优质的科创资产，其中中科星图科创板申报已获上交所受理，未来公司有望充分受益于科创资产的价值提升。我们维持预测公司 19-21 年归母净利润为 7.07 亿、10.82 亿、15.05 亿元，对应 PE 为 52 倍、34 倍、25 倍，维持目标价 68.72 元，维持“强推”评级。

5、风险提示：

芯片等核心技术研发进展缓慢；市场竞争加剧；云业务不及预期。

（二） 太极股份：业务结构优化，安全可控业务高速发展

1、业务结构优化，经营活动现金流大幅改善

2018 年公司整体收入平稳增长，但业务结构显著优化，其中云服务业务同比增长 27.31%，网络安全与自主可控业务同比增长 47.25%，收入占比持续提升；传统系统集成服务业务收入实现增长 2.35%，收入占比由去年的 58.60% 下降至 52.83%。值得关注的是，公司经营活动产生的现金流净额 6.8 亿元，同比增长 111.85%，经营现金流大幅改善。

2、安全可控行业领军地位逐步形成

依托中国电科集团和中电太极集团的资源支持，18 年公司继续积极推进国产基础软硬件的集成适配和解决方案研发，发布了太极安全可靠云平台，并配套发布测试工具集、安全可靠应用支撑平台和云上软件服务等产品。此外，公司控股子公司人大金仓数据库合同额增长超过 100%，在国家各部委、电力、金融、军工等行业领域承担重点项目超过

220 个，市场占有率在国产数据库中名列前茅。目前国家对安全可控高度重视，政策支持力度不断加大，行业有望迎来快速发展阶段。而公司拥有从国产操作系统、数据库、中间件、管理软件到安全可靠系统集成完善的业务体系，在安全可控领域的综合实力也在持续提升，业务有望保持规模化发展。

3、云服务业务快速增长，战略牵引作用不断增强

公司云产品和服务体系不断健全，政务云用户规模快速增长，目前太极政务云已承载近 200 个政务部门的业务系统运行，北京、海南、山西政务云上运行的委办局和业务系统均实现快速增长；同时，公司于 19 年 3 月中标了天津政务云，我们看好公司政务云业务的持续拓展。

4、投资建议：

我们预测公司 2019 年-2021 年归母净利润分别为 3.96 亿元、4.85 亿元、5.89 亿元，对应 PE 分别为 34/28/23 倍，维持目标价 40.17 元，维持“强推”评级。

5、风险提示：

政务云市场竞争加剧；自主可控业务拓展不及预期。

（三）科大讯飞：即将步入“效益起飞”的人工智能战略 2.0 时代

1、营收快速增长，经营现金流显著改善

18 年公司各行业赛道业务快速增长，营业收入同比增长 45.41%。扣非净利润同比下滑主要是由于公司员工规模增长较快导致当期薪酬、费用提升，其中研发费用达到 12.63%，同比增长 55.82%，销售费用额达 17.26 亿元，同比增长 55.3%。当前公司根据发展战略所需招聘的关键人才和新增岗位已基本就绪，业务上也涌现出一批可标准化、规模化运营的产品，19 年开始公司将人均效益提升作为重点任务之一，净利润与收入增速有望日益形成良好匹配。值得特别关注的是，公司经营现金流显著改善，18 年经营净现金流为 11.48 亿元，同比大幅增长 216.53%，主要得益于公司加强回款，应收账款占营收的比重较上年下降了 4.07 个百分点。

2、智慧教育、智慧政法景气度高企，公司业务持续高速增长

1) 公司教育产品及服务实现收入 20.15 亿元，同比增长 44.93%。智学网已经覆盖全国 15000 余所学校，已在全国逾 700 所中学商业化运营，服务学生超过 80 万名，日生产个性化作业 30 万份，同时智慧课堂业务新增学校达 1000 余所。2) 公司智慧政法业务实现收入 10.36 亿元，同比增长 85.96%，“AI+政法”产品与解决方案在高院、省检覆盖率均超过 90%。2018 年公司在智能语音庭审系统全国大范围应用的基础上，研发全球首个刑事案件智能辅助办案系统，该系统已在上海市全面应用，并在安徽、山西、云南、福建、兵团、浙江、吉林等 7 地试点运行。此外，公司智能审讯系统在近千个派出所开始试点，为政法业务后续增长打开了全新的市场空间。

3、消费者业务和开放平台有望持续高增长

To C 业务实现营业收入 25.17 亿，同比增长 96.54%；实现毛利 12.96 亿，同比增长 70.77%；To C 业务在整体营收中占比达 31.80%，毛利占比达 32.72%。讯飞输入法月活用户逾 1.3 亿，讯飞翻译机销售超过 30 万台，以讯飞听见为代表的移动互联网产品及服务较上年同期增长 369.36%。此外，讯飞开放平台落地应用规模持续扩大，已开放 171 项 AI 能力和场景方案，开发者数量达 92 万，市场占有率稳居第一，为海量开发者提供人工智能基础能力的同时商业变现能力也在不断提升。

4、投资建议：

我们认为 2019 年是公司盈利业绩拐点的重要时点，维持预测公司 19-20 年归母净利润为 9.23 亿、14.71 亿元，同时预测 2021 年净利润为 21.61 亿元，对应 PE 分别为 73 倍、46 倍、31 倍，参考公司上市以来历史平均估值，给予公

司 19 年 96 倍 PE，对应目标价 42.34 元，维持“强推”评级。

5、风险提示：

人工智能产业化落地不及预期；市场竞争加剧。

（四）淳中科技：厚积薄发，显控龙头扬帆起航

1、业内领先的专业显控产品及解决方案提供商

公司是国内领先的专业视音频显控产品及解决方案的供应商，产品主要包括设备类和平台类。其中，图像处理设备、矩阵切换设备是公司传统优势产品，具有良好的市场口碑，市场占有率高。基于原有业务优势，公司推出数字视频综合平台和显控协作平台两大平台类产品，已经成为销售收入的重要增长点。近五年来，公司营业收入复合增长率为 23.05%，归母净利润复合增长率为 23.22%，同时，毛利率维持在 70% 左右，净利润率超过 30%。公司大股东没有股权质押、没有商誉，财务指标健康。

2、行业成长空间较为广阔，公司具备核心竞争实力

显控产品广泛应用于军队、公安、展馆、能源、交通、金融等下游行业，根据我们产业链调研，国际一线视频和显示解决方案供应商 Extron、Barco 的年收入均超过 10 亿美元，显控行业市场空间广阔。淳中产品竞争优势明显，曾为神州十一号发射、解放军 90 周年阅兵、APEC 会议、G20 会议等重要场合提供显控设备及解决方案。同时，公司高管团队年轻稳定，平均年龄 38 岁，极具进取精神和成长动力，未来成长前景值得高度期待。

3、公司成长逻辑清晰，未来将不断拓展新行业和新产品，有望开启新的成长空间

公司上市之前的战略是将所有资源聚焦在少数几个细分领域上做精做专，因而产品线相对单一，覆盖领域相对较少。上市之后，公司将从行业拓展、产品线扩充及海外渠道拓展三个方向逐渐发力，有望打开发展新篇章。

4、投资建议：

我们认为公司成长逻辑清晰，新行业和新产品的开拓将助力公司开启新一轮成长周期，维持预测 19-21 年归母净利润为 1.40 亿、1.87 亿、2.34 亿元，对应 PE 为 23、17、13 倍，维持目标价为 32.06 元，维持“强推”评级。

5、风险提示：

下游需求减少风险、市场竞争加剧风险、新产品开发不及预期

（五）深信服：云业务高增长，加码研发构筑更强竞争力

1、营收快速增长，研发投入力度显著加大

全年实现营收 32.24 亿元，同比增长 30.41%，第四季度实现营收 11.62 亿元，同比增长 26.36%，继续保持良好势头。经营性净现金流 9.43 亿元，同比增长 23.23%。研发投入为 7.79 亿元，同比增长 58.98%，全部费用化，研发费用占营收的比例达到 24.16%，2019 年的研发投入预计会继续加大。此外，新增股权激励摊销也一定程度增加期间费用，销售费用率为 36.32%，同比增加 1.22pct；管理费用为 1.30 亿元，同比增长 34.04%，管理费用率为 4.03%，研发投入及股份支付等费用增速较快，致净利润增速暂时低于营收增速，有助于长期竞争力更快提升。

2、信息安全表现稳健，云业务高增长依旧

信息安全业务实现营收 18.92 亿元，同比增长 24.44%，毛利率为 88.46%，与上年基本持平，继续保持在高位水平，预计上网行为管理、下一代防火墙等领域增速相对稳健，态势感知、云安全资源池、信息安全保护等级、安全即服务等新业务增速较快。云计算业务实现营收 8.67 亿元，同比大幅增长 59.17%，毛利率为 53.82%，预计桌面云、超

融合、私有云、专属云、混合云及相应服务发展趋势较好，云计算解决方案在我国的渗透率仍不高，随着方案的丰富，及稳定性和可靠性的进一步提升，持续快速增长可期。企业级无线实现营收 3.94 亿元，同比增长 18.32%，毛利率为 61.92%，同比小幅下降 2.42 pct，但依然保持在较高水平。服务业务实现营收 0.72 亿元，同比下降 5.25%。海外业务实现营收 1.05 亿元，同比增长 76.81%，成为重要增长点，国外业务后续更多精彩值得期待。

3、进一步加码研发与创新，长期趋势看好

公司具备优质创新基因，从网络安全的细分领域快速拓展至目前涉及多个领域的企业级服务，已经具备较强综合能力。在软件定义一切的趋势下，以云计算及网络安全为代表的企业级服务领域迎来技术创新及新一轮需求释放高峰。公司在行业快速成长期增加投入，从而不断强化技术、产品及服务，助力核心竞争力持续强化，有望带来营收持续快速增长，并最终带来业绩更好释放，公司长期发展趋势依然看好。

4、投资建议：

我们维持公司 2019 年-2020 年预测归母净利润分别为 8.05 亿元、10.51 亿元，预测公司 2021 年归母净利润为 13.43 亿元，对应 PE 分别为 51 倍、39 倍、30 倍，公司处于投入高峰期，净利率低于应有水平，参考可比公司及历史估值，给予适当溢价，给予 2019 年 60 倍目标 PE，对应目标价 119.82 元/股，维持“强推”评级。

5、风险提示：

行业竞争加剧、云计算和企业级无线业务增长不如预期、项目落地进展不如预期

（六）用友网络：产业互联风正劲，云服务龙头蓄力谱新篇

1、用友 3.0 战略成效显著，开启高速增长引擎

公司是国内企业服务软件市场龙头企业，从财务软件起航，已步入“用友 3.0”阶段，形成了以用友云为核心，云服务、软件、金融服务融合发展的新战略布局。目前用友 3.0 战略成效显著，逐渐实现软件业务效益化发展，云业务规模化发展，以及金融业务稳健发展。公司收入和净利润回归快速增长轨道，各项财务指标积极向好，核心管理人员逐渐实现梯队化、年轻化，公司已步入新一轮高成长周期。

2、产业互联网时代来临，企业服务产业迎来巨大机遇

随着人口红利的消失，经济增长动力由要素驱动向创新驱动转换，同时企业迎来数字化转型、IT 技术架构和平台升级换代的重要时期，互联网产业的重心已经从消费互联网转向产业互联网。对标美国，我国企业服务市场尚有较大提升空间。同时，BAT 等国内互联网巨头纷纷对企业服务领域进行大手笔投入，并相继完成组织架构调整，进一步凸显 2B 市场的巨大价值。

3、企业云是 3.0 战略的重心，生态型布局拓展企业服务边界，看好用友成为云服务龙头

一方面，公司持续加大研发投入，加力加速打造拳头产品，云 ERP 产品 U8Cloud、NCCloud 产品已经相继推出，中端云 ERP U8Cloud 3.0 产品与细分行业解决方案也即将发布上市，为公司云业务的规模化增长提供良好支撑。另一方面，用友云生态融合战略快速落地，2018 年云市场入驻伙伴已超过 3000 家，包括京东物流、方正电子、联想新视界等知名企业，生态型布局进一步拓展企业服务边界，我们看好用友成为 A 股云服务龙头。

4、工业互联网步入落地期，用友精智平台乘势而上

“工业互联网”连续两次被写入政府工作报告，国家和地方的行业政策和财政支持持续加速落地，我们认为 2019 年将是工业互联网加速发展的一年。用友精智工业互联网平台致力于赋能云时代制造企业，与江西、浙江、湖北、湖南、上海、天津等多地省市政府部门签署了企业上云及工业互联网战略合作协议，并入选工信部“工业互联网试验测试平台”，先发优势突出，有望实现快速发展。

5、投资建议:

我们预测公司 2019 年-2021 年归母净利润分别为 8.87 亿元、11.51 亿元、14.40 亿元，对应 PE 分别为 69 倍、53 倍、43 倍，维持目标价 39.02 元，维持“强推”评级。

6、风险提示:

宏观经济形势恶化；云业务增长不及预期

(七) 广联达: 造价业务 SaaS 转型加速

1、云收入在营业总收入中占比达到 12.7%

2018 年公司实现营业总收入 29.04 亿元，同比增长 23.24%。造价业务收入 20.57 亿元，同比增长 25.24%；其中，云收入 3.7 亿元，在总营收中占比达到 12.7%，同比增长 717%。施工业务收入 6.59 亿元，同比增长 17.97%。公司实现归母净利润为 4.39 亿元，同比下降 7.02%。净利润略有下滑主要原因在于：1) 计提资产减值损失 5581.20 万元，主要为确认可供出售金融资产减值损失所致。2) 管理费用率（原口径）同比上升 4.04 个百分点，主要为员工薪酬增长所致。此外，公司经营活动净现金流同比下降 24%，主要为金融业务快速增长，以及薪酬支出同比增加所致。

2、造价业务 SaaS 转型进度加速

18 年公司转型区域由 6 个扩大至 11 个地区，转型业务范围由工程计价业务扩展至全造价业务。新签云合同金额 6.55 亿元，同比增长 274%，18 年末预收款项余额 4.14 亿元，同比增长 219%。18 年前已转型的 6 个地区计价用户转化率及续费率均超过 85%，新转型的 5 个地区计价用户转化率超过 40%，11 个转型地区的算量用户转化率超过 50%。在顺利推进云转型的同时，造价业务板块不断夯实产品，持续提升产品应用率及客户满意度。其中，云计价产品完成全国范围内的开发工作，已上市地区达到 22 个，云算量新品在全国范围发版上市，工程信息业务线也在进一步打磨产品核心价值。

3、施工业务平台架构初步显现，协同效应有望进一步提升

1) 智慧工地平台实现物联数据与 BIM 模型对接，产品平台化能力进一步加强。2) BIM 建造业务保持健康发展，核心产品 BIM5D 在持续夯实产品原有价值的基础上成功推出 BIM5D 生产管理模块，已树立超过 100 个项目应用标杆，BIM5D 产品的持续模块化将进一步推动其在中小型工程项目的覆盖率。3) 项目管理业务与公司 BIM5D、智慧工地平台、斑马进度、产业新金融等多个产品/业务深度集成，实现产品间的互联互通。

4、投资建议:

我们预测公司 2019 年-2021 年归母净利润分别为 5.49 亿元、6.85 亿元、8.4 亿元，对应 PE 分别为 58 倍/47 倍/38 倍、45 倍，维持目标价 34.96 元，维持“推荐”评级。

5、风险提示:

云转型不及预期；施工业务进展缓慢；房屋新开工面积增速放缓

(八) 石基信息: 云化业务值得高度期待

1、业绩符合预期，研发投入持续加大

公司实现营业收入 30.98 亿元，同比增长 4.60%，其中酒店系统业务和零售业务实现快速增长，同比增速分别为 16.59% 和 16.72%。公司归母净利润 4.63 亿元，同比增长 10.61%，大体符合我们预期。值得关注的是，18 年公司研发投入同比增长 52.31%，达 4.38 亿元，占营收比重为 14.13%，我们判断主要由于对 SaaS 业务的研发投入增幅较大。

2、SaaS 业务有望迎来快速突破

新一代云 POS “Infrasys Cloud” 已经成功成为洲际、凯悦、半岛、马可波罗等多家全球知名国际酒店集团的系统标准，取得里程碑式进展。目前已有 140 多家海外中小酒店使用了石基的 Hetras 云 PMS 解决方案，为全球连锁酒店开发酒店 SaaS 平台项目进入开发阶段，预计 2019 年年中左右投入测试。2018 年 12 月，不计私有云和 HOST（托管）方式软件收入，公司 SAAS 业务实现月度可重复订阅费（MRR）1,705.25 万元；2018 年度可重复订阅费（ARR）1.85 亿元，同比增长 69.43%。

3、平台化业务发展态势良好

平台化战略实质上是公司利用直连技术，对酒店、餐饮、零售等业务领域累积的流量进行变现。公司全部客户的年营业额超过 5 万亿元，可挖掘价值巨大。18 年支付平台流量保持快速增长，客户与支付宝和微信直连的支付交易总金额超过 1,100 亿元，同比增长 126%。畅联预订平台技术进一步提升，18 年畅联有效直连产量超过 683 万间夜，比上年同期产量同比增长 30%。

4、投资建议：

我们看好公司“平台化+国际化”战略，维持预测公司 2019-2020 年归母净利润为 5.36 亿、6.24 亿元，同时预测 2021 年归母净利润为 7.52 亿元，对应 PE 为 61 倍、53 倍、44 倍，维持目标价为 40.5 元，维持“强推”评级。

5、风险提示：

云 PMS 产品研发进展缓慢、海外市场竞争加剧。

（九）泛微网络：增速再次回升，新产品助力成长

1、营收快速增长，剔除股权激励净利增速达 55%

公司第四季度实现营收 3.81 亿元，同比增长 48.98%，增速较第二三季度显著提升；第四季度实现归母净利润 0.55 亿元，同比增长 44.85%。第四季度营收、净利增速均呈提升趋势，较大程度打消经济后周期对公司业务影响的担忧。

2、软件与服务平衡增长，现金流增速触底回升

2018 年，公司软件产品实现营收 6.38 亿元，同比增长 32.55%，其中 e-cology 实现营收 6.17 亿元，e-office 实现营收 2019.73 万元，均实现较快增长。技术服务实现营收 3.44 亿元，同比增长 63.34%，预计受益老客户增量需求释放及 eteams 云服务推进。第三方产品实现营收 2158.70 万元，同比增长 79.44%，业务线实现了较为平衡的增长。第四季度销售商品提供劳务收到的现金 4.58 亿元，同比增长 32.37%，增速较第三季度显著提升。全年经营性净现金流达 2.00 亿元，为归母净利润的 1.75 倍。期末预收款项 5.30 亿元，同比增长 23.21%，印证新老用户需求仍处于较好水平。

3、智能化、平台化、电子化，助力公司更快成长

2018 年 9 月，公司联合腾讯、上海 CA、契约锁等合作单位发布 e-cology9.0，智能化、平台化、全程电子化是新产品核心，在产品体验与用户体验上继续引领行业。同时，公司与上海 CA、契约锁电子签章的深度集成应用，让组织内的销售合同、采购合同、报价、投标文件、物流单据、公文、订单等以前都需要纸张签字盖章的过程全部电子化而且确保具有法律效率，打通了组织办公无纸化的最后一公里，后续业务将实现更深对接，并有望带来可观增量。

4、投资建议：

我们维持公司 2019-2020 年预测归母净利润分别为 1.55 亿、2.04 亿元，预测 2021 年归母净利润为 2.57 亿元，对应 PE 分别为 65 倍、49 倍、39 倍，维持目标价 133.43 元，维持“强推”评级。

5、风险提示:

行业增速不及预期，市场拓展不及预期。

(十) 新开普: 智慧校园建设“扛旗者”，阿里入股助力价值腾飞

1、国内优秀的智慧校园综合平台解决方案服务商

公司是一卡通领域龙头公司，目前公司覆盖 1200 所高校，市场占有率逾 40%。通过近几年深度业务整合与创新，公司已经逐渐转型为集校园一卡通、数字化校园平台、教务管理系统、综合缴费云服务、多场景物联网智能终端、及移动互联网服务等业务为一体的智慧校园综合平台解决方案服务商，全面覆盖校园管理信息化、教学信息化和学校内涵信息化建设。

2、教育信息化 2.0 建设有望推动公司步入新一轮成长周期

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，标志着教育信息化建设进入新的篇章，数字化校园建设有望加速推进。公司具备较强的智慧校园综合解决方案服务的经验和能力，在智慧校园产业升级建设中具备突出优势，高校信息化产品市场占有率有望持续增加，从而推动公司步入新一轮成长周期。

3、“完美校园”平台价值凸显，流量变现前景广阔

“完美校园”将公司线下的优势延展至线上，把握校园流量入口，卡位优势突出。截至 2017 年末，公司高校移动互联网服务平台“完美校园”已与国内 900 多所高校合作，覆盖用户 1000 万人。而且“完美校园”接入了中国建设银行、中国工商银行、中国农业银行、招商银行、支付宝、微信支付、翼支付等十余家银行及第三方支付机构，已获取较好的收益。未来有望围绕聚合内容、聚合支付、精准用户服务等业务进行更多商业模式探索，流量变现前景可期。

4、获蚂蚁金服战略投资，凸显赛道价值，更彰显竞争力

2019 年 1 月，蚂蚁金服受让公司 6.28% 股权，成为公司第二大股东。公司是阿里系在教育信息化领域投资的唯一一家 A 股上市公司，我们认为既凸显了阿里对教育信息化赛道的高度重视和看好，也彰显公司在智慧校园领域的领先地位。同时，依托蚂蚁金服的互联网运营经验、技术优势以及生态体系整合能力，有利于提升公司的整体智慧校园产品和服务能力，以及公司产业互联网平台、SaaS 服务及智能终端系列产品的创新能力和运营能力。

5、投资建议:

我们维持公司 2019 年-2021 年预测归母净利润分别为 1.47 亿元、1.96 亿元、2.51 亿元，对应 PE 分别为 30 倍、23 倍、18 倍，维持目标价为 11.92 元，维持“强推”评级。

6、风险提示: 新业务拓展不及预期; 行业竞争加剧

(十一) 启明星辰: 即将迎来新一轮快速成长周期

1、战略新业务高速增长

1) 2018 年公司营收同比增长 10.68%，其中，安全网关收入同比下降 12.37%，主要受个别行业因素影响较大；智慧城市安全运营、工业互联网安全、云安全三大战略新业务发展成效显著，实现销售约 4 亿元，确认收入超过 2 亿元。在此驱动下，公司数据安全与平台、安全服务业务实现快速增长 26.88% 和 11.28%。2) 18Q4 单季度收入增速为 10.59%，主要是由于安方高科在四季度剥离完成，若扣除此项影响我们预计 18Q4 收入实际增速超过 15%，与 Q3 基本持平。我们认为受益于行业景气度提升及个别行业订单回暖，19 年收入增速有望逐渐提升。3) 各子公司进行商誉减值测试，本年度商誉未出现减值损失。

2、智慧城市安全运营加速落地，成为成长新引擎

随着政府及各企业部门对安全重视程度提升，以“结果导向”为特征的“第三方独立安全运营”新模式快速推广。公司于 2017 年启动智慧城市安全运营业务，经过 2018 年的拓展，已在成都、济南、青岛、天津、广州、南昌、三门峡、攀枝花等 20 个城市建成/在建安全运营中心开展业务，安全运营效果赢得用户的认可和市场的检验。公司 2019 年计划在全国建设安全运营中心数量累计达 35 个以上，安全运营业务的有效开展将推动公司平台和服务收入的快速增长。

3、等保 2.0 落地在即，公司发展迎来全新机遇

等保 2.0 时代来临，等级保护对象和保护内容全面升级，云计算、物联网以及工业控制系统等新技术的快速发展带来全新的安全需求，推动我国网络安全市场从百亿级市场向千亿级市场迈进。公司不仅在传统安全领域具备深厚攻防技术积累，在工业互联网安全、云安全、大数据安全等新兴领域亦保持市场领先地位，有望把握行业发展机遇步入成长新周期。

4、投资建议：

我们维持公司 2019-2021 年预测归母净利润预测分别为 6.90 亿、8.92 亿元、11.24 亿元，对应 PE 为 35 倍、27 倍、21 倍，维持目标价 34.62 元，维持“强推”评级。

5、风险提示：

订单增速放缓；政策支持不及预期；城市安全运营业务不达预期

（十二） 美亚柏科：转让控制权变身国企，业务发展进入新阶段

1、引入国投智能作为央企战略股东，公司综合竞争实力和行业地位有望显著增强

1) 股东通过协议转让及表决权委托方式，引入国投智能作为公司央企战略股东，优化公司股权结构，有利于进一步增强公司在电子数据取证、网络空间安全和大数据信息化的综合竞争实力，提高其行业地位，增强上市公司的盈利能力和抗风险能力。2) 股权转让完成后，郭永芳持有公司 16.88% 股权，仍为第一大股东。国企的股东背景叠加民营企业的管理与活力，有望使得公司发展进入新阶段。

2、发布股权激励计划，绑定核心员工，有利于释放公司活力

根据公司股权激励计划草案，公司拟向 1,280 名激励对象（占 18 年底总员工数 42.7%）授予 1650 万股权益（占总股本 2.08%），其中包括 550 万份股票期权，行权价格为 17.25 元/股；及 1,100 万股限制性股票，授予价格为 8.63 元/股。业绩考核条件为以 18 年为基数，19/20/21 年净利润增速分别不低于 20%/40%/60%，对应净利润年同比增速分别为 20%/16.7%/14.3%。本次激励计划覆盖范围广，激励力度大，有利于绑定核心骨干员工，充分释放公司活力。同时，业绩考核条件也彰显了公司对未来发展的信心。

3、大数据市场景气度高企，公司商机储备充分，业务有望持续高速发展

继 18 年全国公安厅局长会议明确提出把实施公安大数据战略作为一项“龙头工程”；19 年全国公安厅局长会议再次提出要“深入推进公安大数据建设应用”，公安大数据建设成为新一轮公安信息改革与发展的重点工作。面对行业发展机遇，在产品研发、人才储备和市场推广上提前布局，大数据全线产品获得客户认可，产品和解决方案也进入了一线和更多的省会城市。而且，公司积极开拓市场监管、海关等其他行业市场，实现了大数据平台建设的跨行业复制，19 年公司大数据业务有望持续高增长。

4、投资建议：

我们维持公司 19-21 年预测归母净利润分别为 3.99 亿、5.47 亿、6.81 亿元，对应 PE 为 36/26/21 倍，维持目标价为 22.58 元，维持“强推”评级。

5、风险提示：

电子取证业务增长缓慢；大数据业务拓展不及预期

（十三） 中新赛克：宽带网产品高增长，内容安全与大数据迎来爆发

1、营收快速增长，毛利率、净利率维持在高位水平

公司第四季度实现营收 2.16 亿元，同比增长 11.03%，归属净利润为 4837.43 万元，同比增长 30.75%。2018 年综合毛利率为 78.67%，净利率为 29.62%，均保持在高位水平。2019 年第一季度营收增速有所放缓，净利润波动幅度较大，预计主要为一季度占比较低及订单执行节奏所致，全年趋势依然看好。

2、宽带网产品继续高增长，内容安全与大数据迎来爆发

1) 宽带网产品实现营收 3.81 亿元，同比增长 49.35%，继续保持高增长，毛利率 83.57%，保持在较高水平；宽带网产品多维度流量分类核心技术方面不断取得新的突破，向应用感知演进并取得规模化的行业应用，同时，开始研发 400G 接口的宽带网产品，并积极参加应用于 5G 网络的宽带网产品标准规范的研讨，继续保持市场领先地位。2) 移动网产品实现营收 2.15 亿元，同比增长 15.88%，毛利率为 71.79%，同比下降 7.61pct，但依然处于较高水平；产品在频段以及制式覆盖全面性方面进行了升级完善，形成了可支持 2G 到 5G 的移动网产品平台，竞争力进一步强化。3) 网络内容安全产品实现营收 5436.04 万元，同比增长 133.20%；研发完成了针对 VoLTE 的电信诈骗防范系统，推出了多维综合反诈解决方案，有望较好解决行业痛点。4) 大数据运营产品实现营收 1737.03 万元，同比增长 243.93%，研发了软硬件一体的审计一体机等大数据平台和行业大数据分析产品，市场竞争力已经得到初步显现。

3、在手合同丰富，预收高增长，业绩释放值得期待

公司 2018 年中标中国电信侧配套工程项目，金额为 4.96 亿元，项目正在执行中，累计确认收入为 0，预计将于 2019 年底之前履行完毕，将对业绩带来积极影响。此外，公司网络内容安全产品升级优化项目在国际、国内签订的多个订单正在实施过程中；大数据运营产品升级优化方面，也与国际与国内多个省份签订相应订单，目前正在实施。2018 年末预收款项为 5.56 亿元，同比增长 116.91%，发出商品为 1.03 亿元，同比增长 20.26%，对后续业绩释放带来较好基础。

4、投资建议：

我们预测公司 2019 年-2021 年归母净利润分别为 2.91 亿元、3.95 亿元、5.24 亿元，对应 PE 分别为 35 倍、26 倍、20 倍，维持目标价 122.66 元/股，维持“强推”评级。

5、风险提示：

新签订单不达预期；行业竞争加剧。

（十四） 卫宁健康：业绩快速增长，创新业务取得阶段性成果

1、业绩快速增长，订单表现亮眼

据业绩快报测算，公司 2018 年第四季度实现营收 5.15 亿元，与上年同期基本持平，我们预计业务结构优化是重要因素；第四季度实现扣非净利润 1.02 亿元，同比增长 20.90%。2018 年，公司资本化研发支出占研发投入比例为 48.79%，较上年同期下降 5.62 个百分点，费用化比例明显提升，一定程度影响表观利润增速。传统医疗卫生信息化业务订单同比快速增长，全年整体订单增速超过 40%，预收账款也同比实现增长 115.48%，上年同期为 24.84%，充分彰显行

业领先地位，也为持续快速增长奠定良好基础。

2、软件及服务占比提升，现金流明显改善

核心产品软件销售及技术服务业务营收同比增长 31.20%，增速较 2017 年显著提升，占总营收的比重达到 77.47%，较 2017 年提高 6.84 个百分点。硬件销售业务则进行了阶段性的策略调整，营收同比下降 8.55%，对综合毛利率及收款账期均有积极贡献。经营活动产生的现金流量净额同比增长 18.16%，上年同期为-43.15%，现金流得到明显改善。在医疗信息化不断强调数据统一化、应用智能化、连接互联网化的背景下，叠加电子病历升级政策稳步推进，复杂性大订单占比有望提升，持续创新的龙头公司优势更加明显，强者愈强行业格局有望进一步体现。

3、创新业务取得阶段性成果，充分受益行业发展红利

互联网+医疗健康业务整体有序推进，并取得重要阶段性成果，平台建设类收入实现快速增长，平台运营类收入实现高速增长。其中，卫宁互联网（单体）实现营收 1884.34 万元，同比大幅增长 892.38%；纳里健康实现营收 5529.71 万元，同比大幅增长 71.20%；铂世圈实现营收 8833.00 万元，同比大幅增长 154.03%；卫宁科技实现营收 1232.20 万元，同比快速增长 39.57%；创新业务板块总体亏损幅度大幅减少。我们认为经过较长时间培育，创新业务已经取得阶段性成果，随着医疗领域改革持续推进，公司凭借在医疗 IT 及互联网领域的优势及资源整合能力，有望充分受益行业发展红利。

4、投资建议：

我们维持公司 2019 年-2021 年预测归母净利润分别为 4.31 亿元、5.71 亿元、7.54 亿元，对应 PE 分别为 53 倍、40 倍、31 倍，维持目标价 18.59 元/股，维持“强推”评级。

5、风险提示：

新业务拓展不及预期；互联网+医疗相关政策推进不达预期。

（十五） 华宇软件：订单持续加速

1、剔除激励费用影响后实际利润增速超预期

公司发布 1 季度业绩预告，实现净利润 5832 万元~6339 万元，同比增长 15%~25%，但是，股权激励费用比上年同期增加约 900 万元，假设剔除股权激励费用影响，公司净利润预期实际增长 33%~43%，增速超出我们预期。

2、订单增速持续提升，验证我们此前对行业景气度上行的判断

根据业绩快报数据，18 年新签合同为 39.66 亿元，同比增长 40.39%，19 年一季度新签合同同比增长不低于 60%，订单增速持续提升。此前我们发布了法律科技专题报告，提出智慧法院建设迎来了“从 1 到 N”的机会，步入高景气周期，公司订单增长持续加速验证了我们对于行业景气度上行的判断。

3、深耕“人工智能+法律服务”领域，G 端和 C 端稳步推进

法院领域，上半年公司发布“下一代”智慧法院业务应用系统；法律人领域，华宇元典的元典律师工作平台注册用户数稳步快速增长。此外，公司先后与北大英华、腾讯云、幂律智能签署战略合作协议，后续变现潜力值得期待。

4、投资建议：

我们维持公司 2018 年-2020 年预测归母净利润分别为 4.98 亿、6.13 亿、7.45 亿元，对应 PE 分别为 34 倍、28 倍、23 倍，维持目标价 24.4 元，维持“强推”评级。

5、风险提示：

华宇元典业务进展低于预期；订单增速下滑风险；业务整合风险。

（十六） 恒生电子：净利率迎来提升，创新与政策驱动增量释放

1、净利率迎来提升，继续回归至历史较高水平值得期待

全年扣非净利润及单季度扣非净利润均创新历史新高。2016 年及 2017 年，扣非净利率显著低于历史水平，我们认为主要因素是收入与费用的不平衡，且是公司主动加大投入的结果。即 2015 年以来，新业务投入显著加大，支出在当期全部费用化，但没有在短期带来相应的产出，拉低了表现的业绩增速及净利率水平。2018 年，公司新业务达到一定体量，同时费用端上升压力缓解，重新回到平衡增长轨道，公司期间费用率显著下降，但相对 2016 年之前仍处于较高水平，基于公司更强的综合竞争力及更明显的规模优势，净利率进一步提升值得期待。

2、传统业务快速增长，创新业务势头迅猛

经纪 IT 业务实现营收 4.87 亿元，同比增长 20.97%，增速较 2017 年显著提升，二级市场回暖及创新需求有望带来更好表现。资管 IT 业务同比增长 22.65% 至 10.52 亿元，高基数基础上继续实现快速增长，中前端系统向中后台系统持续突破，综合竞争力进一步强化。财富管理业务实现营收 7.87 亿元，同比增长 43.19%，增速呈现进一步提升趋势，为传统业务增速最快领域，在原有优势领域继续保持良好势头，同时在客户管理、智能化、中后台系统等领域均有新的进展，综合实力进一步强化。互联网业务实现营收 4.67 亿元，同比增长 69.02%，继续保持高速增长势头，对营收整体增速有积极影响。创新子公司势头较好，收入高增长，总体亏损减少；同时，在人工智能等方面稳步推进，在多个领域取得积极进展。

3、拥抱金融监管与创新红利，增量市场助力业绩释放

金融监管进一步深化、金融创新积极推进，均需要金融机构对相应的系统进行升级改造，推升可观的信息化需求。我们测算资管新规、科创板、沪伦通、CDR、券商托管等系统建设和改造或给公司带来 19 亿业务体量。资管新规要求银行理财业务做出变化，银行的综合理财系统需要改造，此外，银行系成立理财子公司成为重要方向并催生系统建设需求。科创板进入落地阶段，在发行制度、交易规则、登记要求等方面均出台相应的细则，需要证券、基金、保险、银行资管等行业信息系统进行相应更新升级，一系列模块的需求料将为公司贡献可观增量。而私募机构信息化、沪伦通、CDR、券商托管等业务也有望贡献相当增量。

4、投资建议：

我们维持公司 2019 年-2021 年预测归母净利润分别为 8.50 亿元、11.12 亿元、14.33 亿元，对应 PE 分别为 60 倍、46 倍、36 倍，维持目标价 106.30 元/股，维持“强推”评级。

5、风险提示：

新业务拓展不及预期，子公司行政处罚带来潜在不利影响

（十七） 同花顺：从现金流开始的经营拐点

1、第四季度营收及净利润重回增长区间

公司第四季度营收 4.77 亿元，同比增长 12.70%，为 2017 年二季度以来首次实现正增长；2017 年第四季度以来，营收增速总体上呈现回升趋势。第四季度实现归母净利润 3.15 亿元，同比增长 23.88%，为 2017 年以来首次转正，且是单季度最高。2017 年四季度以来，归母净利趋势总体呈改善趋势，但 2018 第二季度和第三季度增速出现波动。第四季度实现扣非后归属母公司净利润 2.85 亿元，同比增长 13.53%，趋势与归母净利润较为相似。

2、从现金流开始的经营拐点

年末预收款项为 5.65 亿元，环比下降 11.02%，预收款项余额变化为收到的预收款与确认收入的预收款的差额，其下降似乎预示增长后劲不足，但我们认为公司真正的经营拐点是从现金流开始，其传递路径是：确认为预收款的经营性现金流入（主要为增值电信业务）—预收款项—营收及利润。销售商品提供劳务收到的现金流是真正的前瞻指标，而预收款项受到期结构影响可能滞后。公司第四季度销售商品提供劳务收到现金 4.43 亿元，同比增长 22.54%，环比增长 59.87%，绝对金额、同比、环比均为 2017 年以来最好，经营拐点较为明显。从分项业务来看，增值电信业务在底部逐步企稳，基金销售及广告业务表现较好，随着 2019 年一季度市场活跃度显著提升，业务拐点有望更加明显。

3、逆势加大研发，创新业务稳步推进，综合竞争力持续提升

公司全年研发费用同比增长 13.74%，达到 3.96 亿元；研发费用率提升 3.86 个百分点至 28.56%，研发人员占比达到 64.21%，同比提升 12.45 个百分点。研发投入助力创新业务稳步推进，如公司在云计算和金融大数据平台领域持续加大投入，同时将领先的 NLP、知识图谱等多项 AI 技术运用于银行、证券、基金等行业，综合竞争力持续提升。

4、投资建议：

考虑到 2018 年下半年业务企稳超出此前预期，且从营收、净利润及经营性现金流入等指标来看，经营拐点或已经出现，同时 2019 年一季度较好的表现及二级市场活跃度出现较明显提升，增值电信业务、互联网推广、基金销售等业务均较为受益。我们维持公司 2019 年-2021 年预测归母净利润分别为 7.71 亿元、9.11 亿元、10.75 亿元，对应 PE 分别为 66 倍、56 倍、47 倍，维持目标价 121.94，维持“强推”评级。

5、风险提示：

人工智能业务发展不及预期，金融监管趋严风险，市场竞争加剧。

（十八） 润和软件：业绩快速增长，金融科技与智能物联稳步推进

1、业绩快速增长，现金流改善明显

下半年实现营收 10.39 亿元，同比增长 13.43%，增速较上半年有所下降，预计为源于业务结构主动优化，实际上，第四季度毛利率达到 56.47%，为上市以来历史新高，同比提升 5.56pct，环比提升 13.65pct。2018 年，公司经营活动现金流入为 20.31 亿元，同比增长 32.34%；经营性净现金流为 2.75 亿元，同比大幅增长 90.31%，较上年改善明显。研发投入为 3.01 亿元，占营收的比重达到 14.75%，研发费用为 2.32 亿元，同比增长 31.31%，研发费用资本化比例有所提升，主要为新一代分布式金融核心系统处于快速投入期。子公司方面，捷科智诚实现营收 5.58 亿元、实现净利润 7748.39 万元，保持稳健增长；联创智融实现净利润 2.26 亿元，继续保持较好势头。

2、多业务平衡增长，分布式核心系统进入快速推进期，智能物联迎来加速

公司确定了以金融科技、智能物联为两大数字化战略升级方向，各业务均实现稳步增长，空间值得期待。1) 金融科技服务实现营收 13.23 亿元，同比增长 25.39%，毛利率为 44.37%，维持在较高水平；3 月 7 日，与蚂蚁金服共同发布新一代金融核心系统，对下一阶段业务发展具有重要意义；近期中标天津银行 DevOps 项目，创造多个行业第一，是与蚂蚁金服开拓金融科技市场又一重大里程碑，随着与蚂蚁金服合作不断深入，及新一代分布式核心系统加速推进，在城商行、农商行为主的中小银行市场有望开启新一轮快速增长。2) 智能终端信息化实现营收 2.98 亿元，同比增长 45.10%，为增速最快业务，毛利率为 39.67%；基于与华为多年的紧密合作，公司成为国内少有的具备了从芯片、主板、操作系统、云、应用场景一体化物联网开发整合能力的企业，推出了新一代 AI 计算平台 HiHope，与华为已联合发布了 Hikey960、Poplar 等 4 款高性能 AI 计算平台，将受益华为 IoT 战略的推进及需求的释放。4) 智慧能源信息化实现营收 1.92 亿元，同比增长 27.36%，主要细分市场客户为发电企业、电网企业、新能源企业等，能提供“物联传感”和“数据分析”前后端业务，将进一步受益电力物联网政策推进。4) 信息化营收为 1.73 亿元，同比增长 24.96%，后续供应链信息化与物联网更多协同值得期待。

3、投资建议:

我们维持公司 2019 年-2021 年预测归母净利润分别为 4.13 亿元、5.40 亿元、6.87 亿元，对应 PE 分别为 24 倍、18 倍、14 倍，维持目标价 16.21 元，维持“推荐”评级。

4、风险提示:

新业务扩展不达预期、商誉减值风险。

(十九) 长亮科技: 业绩快速增长, 海外业务进一步发力

1、核心解决方案业务稳步增长, 大数据与互联网势头良好

金融核心解决方案业务收入实现稳步增长, 预计全年在一季度基础上将继续较好表现, 后续更多银行上线系统或更新换代将为公司带来更多潜在机遇, 近期中标香港首批虚拟银行核心系统, 为进军港澳市场打下更好基础。互联网金融解决方案业务及大数据解决方案业务收入继续保持高速增长; 中小银行对接互联网需求仍处于快速增长阶段, 市场空间值得期待; 而大数据解决方案实现数据可视化, 为管理和营销提供数据支持, 较好解决行业对数据深度分析痛点, 切合中小银行精细化管理、多维变现需求, 且与传统业务具有良好协同性, 快速增长势头有望延续。

2、海外业务进一步发力, 国际化稳步推进

海外业务相对国际同行性价比优势明显, 产品与服务具备较强竞争力, 2018 年海外业务销售合同同比增长 152%。近期, 海外业务进一步发力, 中标泰国中小型企业发展银行核心项目, 使得海外新增合同额同比增长约 855%。随着订单转化速度提升, 盈利有望改善。2019 年, 营收有望继续保持快速增长, 同时费用进一步优化, 业绩有望重回快速增长。

3、银户通进入快速推进期, 空间值得期待

4 月初, 银户通在微信端进行新一轮推广, 业务进入快速推进期。银户通为金融机构提供连接的核心功能, 并助力其业务互联网化及创新推进。具体包括: 1) 搭建新一代云平台, 通过腾讯引流, 连接金融机构和 C 端客户, 提升金融机构互联网化效率和效果; 2) 通过平台端的集中研发, 从而低成本高效率的解决 IT 系统改造升级难题; 3) 通过需求挖掘和提供技术实现, 帮助机构大幅提升金融创新能力。我们认为合作项目从需求对接、技术实现、创新引领等维度解决金融机构互联网化及创新痛点, 有望快速获得金融机构青睐, 具备较大潜力。

4、投资建议:

我们维持预测公司 2019 年-2021 年归属净利润分别为 1.17 亿元、2.14 亿元、2.80 亿元, 对应 PE 分别为 63 倍、34 倍、26 倍, 维持目标价 30.06 元/股, 维持“推荐”评级。

5、风险提示:

新业务推进不达预期, 海外业务拓展不达预期。

(二十) 新国都: 开门红奠定高增长, 支付业务步入新阶段

1、嘉联支付贡献较大增量, 其他业务稳步推进

预计第一季度新增嘉联支付并表是业绩快速增长重要因素, 预计嘉联支付流水继续保持较好增长, 同时受益行业格局优化、效率提升及增值服务有效拓展, 盈利能力进一步提升。此外支付终端产品业务、大数据服务业务均保持较好势头。公司一季度靓丽的业绩表现印证了业务持续向好趋势, 也将一定程度奠定全年高增长基础。

2、场景渗透仍有较大空间, 多重驱动助力行业成长

无现金支付是趋势，在移动支付领域，中国领先于全球已成为共识，但是从无现金支付（包括银行卡支付、移动支付等）渗透率来看，中国仍处于较低水平。人均无现金支付次数对比支付渗透率最高的国家，中国还有数倍提升空间。无现金支付渗透提升背景下，多重因素驱动第三方支付成长：需求端，来自于三线及以上城市、乡镇地域渗透率的提升，同样来自于主流使用人群覆盖的年龄更加广泛；供给端，来自于专业支付产品价格不断下降、支付成本的下降及第三方支付公司向更多的地域与行业拓展；技术驱动，来自于以人脸识别为代表的新一代生物识别支付的推进，带来支付领域更多需求释放；增值业务领域，第三方支付公司可以高效地为其提供用户管理与营销、财税发票管理、助贷服务等增值服务，从而有望进一步提升其盈利能力。

3、增值服务有效拓展，支付业务步入成长新阶段

嘉联支付科技金融业务采用平台+终端的服务模式，借助终端获取的海量客户及数据，通过对接多维数据的分析平台，更好对接线上线下需求，为客户输出多类增值业务，包括营销推广、电子发票、助贷服务等。一方面更好满足商户需求，助力其提升业绩、降低成本、加快资金周转，将相对同质化的收单升级为综合服务，从而大幅增强客户粘性；另一方面，也有助于公司盈利能力提升，提高单位流水的盈利水平，带来业绩更好释放。2016 年-2018 年，公司支付服务流水持续保持快速增长，同时受益效率提升及增值服务顺利推进，我们测算净利润/支付流水大幅提升，从而带来净利润的更好表现。从 2018 年来看，公司为商户提供的增值服务效果显著，商户运营能力在支付行业处于较好水平，有助于存量用户的保持、增量商户的拓展及盈利能力的提升。我们认为公司支付业务已经步入新的成长阶段，支付流水持续较快增长及业绩更好释放值得期待。

4、投资建议：

我们维持公司 2019-2020 年预测归属净利润分别为 3.40 亿元、4.27 亿元，对应 PE 分别为 25 倍、20 倍，维持目标价 24.92 元，维持“强推”评级。

5、风险提示：

收单服务监管政策变化风险，市场竞争程度超出预期，业务整合风险。

五、风险提示

政策落地进度低于预期；产业竞争加剧的风险；新技术推进不达预期；行业 IT 资本支出低于预期的风险等。

计算机组团队介绍

组长、首席分析师：陈宝健

清华大学计算语言学硕士。曾任职于国泰君安证券、安信证券。2017 年加入华创证券研究所。2015 年新财富最佳分析师第 2 名团队成员，2016 年新财富最佳分析师第 6 名团队成员。

分析师：邓芳程

华中科技大学硕士。曾任职于长江证券。2017 年加入华创证券研究所。

助理研究员：刘逍遙

中国人民大学管理学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	sheny@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500