

围绕中期主线，关注景气细分

——计算机行业 2019 年下半年投资策略

行业中期报告

◆上半年板块普涨，整体估值水平相对合理

截止 2019 年 5 月 31 日，计算机指数上涨 29%，同期创业板指数上涨 19%，沪深 300 指数上涨 21%。2019Q1 计算机板块公募基金持仓比例为 5%，环比上升 0.72 个百分点，超配 1.6% 处于过去 10 年中位数水平。计算机指数 PE(TTM, 剔除负值)45 倍，低于过去十年 48 倍的中位数水平。从个股估值看，40% 标的估值处于过去 10 年板块中位数水平以下。

◆展望下半年，以产业趋势为基，寻找高景气度细分仍是核心主线

看好产业互联与安全可控两大中期趋势主线，看好云计算领域超融合在私有云市场的渗透，以及 SAAS 公司云化持续推进机遇；制造企业信息化建设沿着信息化-数字化-互联网化的路径发展进化，相关公司将持续受益于整个制造业升级浪潮；行业提升空间明显，信息化建设标准时间节点临近，医疗 IT 领域仍充满机会；为解决“缺芯少魂”问题，自主可控 2019 年有望加速落地；多家国资入股信安企业，行业战略地位进一步提升。此外，作为生产力变革工具的人工智能长期看好。

◆投资建议：

(1)安全可控 2019 年有望迎来产业拐点，推荐中孚信息、中国长城、中科曙光。信安行业战略地位提升，推荐启明星辰、南洋股份。

(2)超融合在私有云市场将持续渗透，SAAS 高增长持续，推荐深信服、用友网络、广联达、泛微网络。AI 跨过商业应用门槛，推荐科大讯飞。

(3)智造信息化面临时代机遇和政策催化，推荐汉得信息、赛意信息。新技术与新需求使得医疗 IT 领域继续充满机会，推荐思创医惠、卫宁健康。政策利好服务小微企业的供应链金融平台，推荐生意宝。

(4)自下而上精选持续稳健增长估值偏低的细分龙头，推荐新大陆、新北洋。

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

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
300659	中孚信息	37.31	0.32	0.69	0.97	117	54	38	买入
300454	深信服	86.88	1.50	1.80	2.38	58	48	36	买入
600588	用友网络	22.84	0.25	0.46	0.60	93	50	38	买入
000997	新大陆	16.94	0.56	0.72	0.87	30	24	19	买入
603039	泛微网络	62.17	0.75	1.42	1.79	82	44	35	增持
002095	生意宝	23.38	0.14	0.30	0.48	170	78	49	增持
002230	科大讯飞	29.16	0.26	0.38	0.52	113	77	56	增持
000066	中国长城	9.58	0.34	0.41	0.38	28	24	25	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 06 月 03 日

买入（维持）

分析师

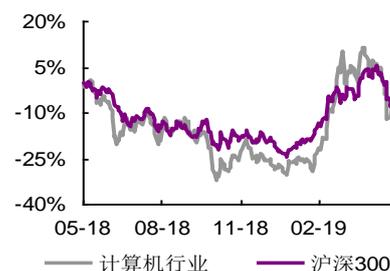
姜国平 (执业证书编号：S0930514080007)
021-52523857
jianggp@ebsecn.com

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

联系人

万义麟
021-52523859
wanyilin@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

投资聚焦

研究背景

2019 年上半年板块普涨，超额收益明显。公募基金超配 1.6% 处于过去 10 年中位数水平，指数 PE(TTM，剔除负值)45 倍低于过去十年 48 倍的中位数水平，40% 个股估值处于过去 10 年板块中位数水平以下。以云计算、人工智能为代表的产业趋势持续渗透，自主可控景气拐点临近。

我们的创新之处

紧抓产业趋势，结合个股预期与估值，精选景气度高且估值有一定匹配度的细分领域。梳理智造信息化路径、阶段和变化，探究应用深化的核心变量，基于趋势及格局寻找投资标的。从供应链风险和安全风险的角度分析了安全可控战略的推进的必要性；通过结合分析贸易摩擦的侧重点和我国网信领域的发展情况，系统地分析了安全可控战略推进所带来的机会点。

投资观点

展望下半年整体偏乐观，政策环境对板块继续偏暖，重视产业风口与政策风口。预计科创板会推出，但是相关标的股价上半年已经有所反应，对板块的直接刺激预计偏弱。以产业趋势为基，寻找高景气度细分仍是核心主线。

- 国际环境的变化更加凸显安全可控的重要性，2019 年有望迎来产业拐点，推荐**中孚信息**、**中国长城**、**中科曙光**。信息安全随着国资入股信安企业以及等保 2.0 的发布，行业的战略地位进一步提升，推荐**启明星辰**、**南洋股份**。
- 产业互联网加速推进，云计算与人工智能作为产业互联网的重要基础设施与技术手段，有望继续保持高景气，超融合在私有云市场的进一步渗透，以及 SAAS 业务高增长持续，推荐**深信服**、**用友网络**、**广联达**、**泛微网络**。人工智能技术跨过商业应用门槛，将给企业客户带来更好的生产工具，降本增效，推荐**科大讯飞**。
- 产业互联网在具体领域的落地，包括工业互联网、医疗 IT 与互联网医疗、供应链金融等细分领域有望保持高景气，工业互联网第一次写入政府工作报告，有望迎来继续政策催化，推荐**汉得信息**、**赛意信息**。新技术与新需求使得医疗 IT 领域继续充满机会，推荐**思创医惠**、**卫宁健康**。政策利好服务小微企业的供应链金融平台，推荐**生意宝**。
- 自下而上精选标的，推荐**新大陆**、**新北洋**。

目 录

1、 整体观点：围绕中期主线，关注景气细分	6
1.1、 市场回顾	6
1.2、 估值低于过去 10 年中位数水平	8
1.3、 围绕中期主线，关注景气细分	8
2、 安全可控加速推进，行业拐点可能出现	9
2.1、 自主可控产业有望迎来拐点	9
2.2、 信息安全在政策与技术驱动高增长	12
3、 云计算持续渗透，看好超融合和 SAAS 服务	17
3.1、 超融合：软件定义数据中心新势力，应用驱动 IT 架构变革	17
3.2、 SAAS 服务：行业高速增长，应用持续渗透	19
4、 人工智能：商业化应用持续深化，生产力变革大时代	21
5、 工业互联网：三因素驱动，加速提升	23
6、 医疗 IT 与互联网医疗：政策支撑发展迎来新机遇	27
7、 投资策略及重点个股	28
7.1、 投资策略	28
7.2、 重点个股	29
8、 风险提示	46

图表目录

图 1：2019 年初至今计算机指数上涨 30%	6
图 2：2019 年初至今计算机板块涨幅位列所有中信所有一级行业中第 5 名	7
图 3：2019Q1 机构持仓略微超配	7
图 4：当前计算机指数 PE(TTM)45 倍，低于过去十年中位数 48 倍水平	8
图 5：行业公司各区间 PE 为正值的个股占比下降	8
图 6：自主可控需要解决的风险	10
图 7：我国网信领域的长短板	11
图 8：2014-2017 年中国商用市场分行业 PC 出货量	12
图 9：2017 年我国大企业垂直细分行业出货量及增长率	12
图 10：中国网络信息安全市场规模与增长率	14
图 11：2016 年中国网络安全产品结构	14
图 12：我国信息安全主要厂商的市场份额（2017 年）	14
图 13：信息安全行业竞争格局分散	14
图 14：等保 2.0 将“云大物智移”纳入保护对象	15
图 15：等保 2.0 新增主动防御	15
图 16：全球及中国超融合市场规模及增长情况(2015~2018Q1)	18
图 17：2018-2021 年中国 SaaS 市场规模预测	20
图 18：2017 年中国 SaaS 厂商销售占比	20
图 19：ImageNet 比赛 2015 年冠军的图像识别准确率超过人类水平	21
图 20：AI 领域融资金额与项目数创新高	22
图 21：机器视觉、芯片、机器人、语音和自动驾驶是核心赛道	22
图 22：科大讯飞连续多年收入增速超过 30%	22
图 23：2018Q3 全球智能音箱出货量创新高（单位：百万台）	23
图 24：从产品生命周期视角看制造信息化的软件需求	23
图 25：从制造的层次结构视角看制造信息化的软件需求	24
图 26：中国制造业信息化由单项业务覆盖向系统集成阶段过渡	25
图 27：多因素驱动，智造信息化加速	26
图 28：部分公司智能制造业务收入 2017-2018H1 年同比高速增长	26
图 29：针对医疗领域难题，互联网医疗进行了大量有益探索	27
表 1：自主可控整机市场预测	12
表 2：自主可控各产业链环节主要参与厂商	12
表 3：国内信息安全主要细分领域及其主要竞争厂商	15
表 4：国外主要云计算企业的云业务收入情况	19
表 5：国内部分云转型厂商云收入情况	20
表 6：中孚信息业绩预测和估值指标	29

表 7：中国长城业绩预测和估值指标	30
表 8：中科曙光业绩预测和估值指标	31
表 9：启明星辰业绩预测和估值指标	32
表 10：南洋股份业绩预测和估值指标	33
表 11：用友网络业绩预测和估值指标	34
表 11：深信服业绩预测和估值指标	35
表 12：广联达业绩预测和估值指标	36
表 13：泛微网络业绩预测和估值指标	37
表 14：科大讯飞业绩预测和估值指标	38
表 15：汉得信息业绩预测和估值指标	39
表 16：赛意信息业绩预测和估值指标	40
表 17：生意宝业绩预测和估值指标	41
表 18：思创医惠业绩预测和估值指标	42
表 20：卫宁健康业绩预测和估值指标	43
表 19：新大陆业绩预测和估值指标	44
表 20：新北洋业绩预测和估值指标	45

1、整体观点：围绕中期主线，关注景气细分

2019 年年初至今¹，计算机指数整体上涨 29%，涨幅在所有中信一级行业中位列第五。在流动性改善叠加政策加持的预期下，市场情绪回暖，板块呈现明显的主题投资特征。受科创板推出预期的催化，金融科技板块表现亮眼，尤其以券商 IT 板块具有显著的超额收益。同时，在内外部环境高不确定的背景下，自主可控作为政策方向确定且景气拐点预期下，获得明显表现。智能网联企业作为产业趋势确定的 5G 应用，叠加相关公司业务的超预期进展，无人驾驶主题表现亮眼。与此同时，2018 年表现较好的个股均相对暗淡。

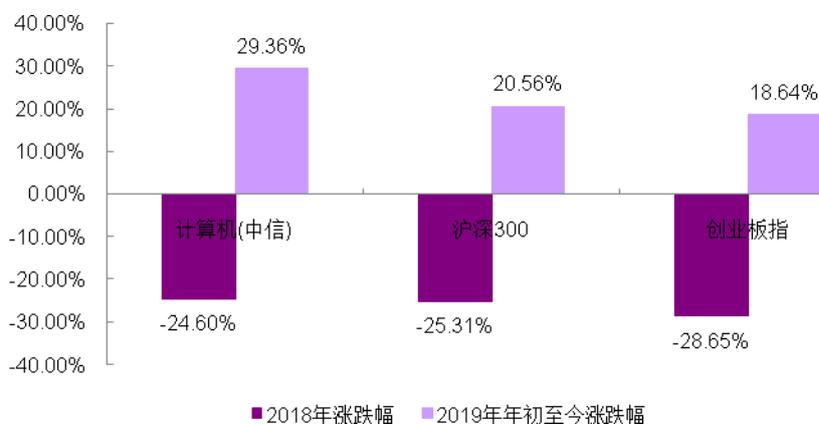
展望下半年，以产业趋势为基，寻找高景气度细分仍是核心主线。看好云计算领域超融合在私有云市场的渗透，以及 SAAS 公司云化持续推进机遇；制造企业信息化建设沿着信息化-数字化-互联网化的路径发展进化，相关公司将持续受益于整个制造业升级浪潮；行业提升空间明显，信息化建设标准时间节点临近，医疗 IT 领域仍充满机会；为解决“缺芯少魂”问题，自主可控 2019 年有望加速落地；多家国资入股信安企业，战略地位进一步提升。此外，作为生产力变革工具的人工智能长期看好。

1.1、市场回顾

1.1.1、板块有超额收益，头部个股绝对收益明显

受流动性改善叠加政策加持预期的影响下，2019 年初至今 A 股市场整体呈普涨行情。市场情绪回暖，计算机板块本身的高波动属性表现亮眼。截止 2019 年 5 月 31 日，年初至今计算机指数上涨 29%，同期创业板指数上涨 19%，沪深 300 指数上涨 21%，板块具有绝对收益。剔除新上市个股，2019 年涨幅前五的个股科蓝软件(+213%)、中国软件(+175%)、顶点软件(+144%)、同花顺(+122%)、荣科科技(+115%)具有明显的绝对收益。

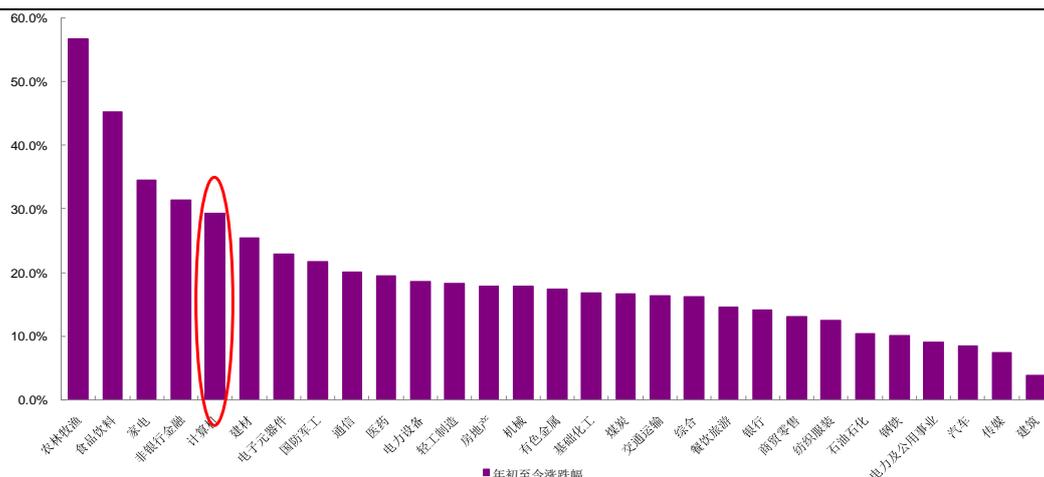
图 1：2019 年初至今计算机指数上涨 30%



资料来源：WIND，光大证券研究所

¹注：报告中所有指数及板块的估值数据为截止到 2019 年 5 月 31 日的数据。

图 2：2019 年初至今计算机板块涨幅位列所有中信所有一级行业中第 5 名

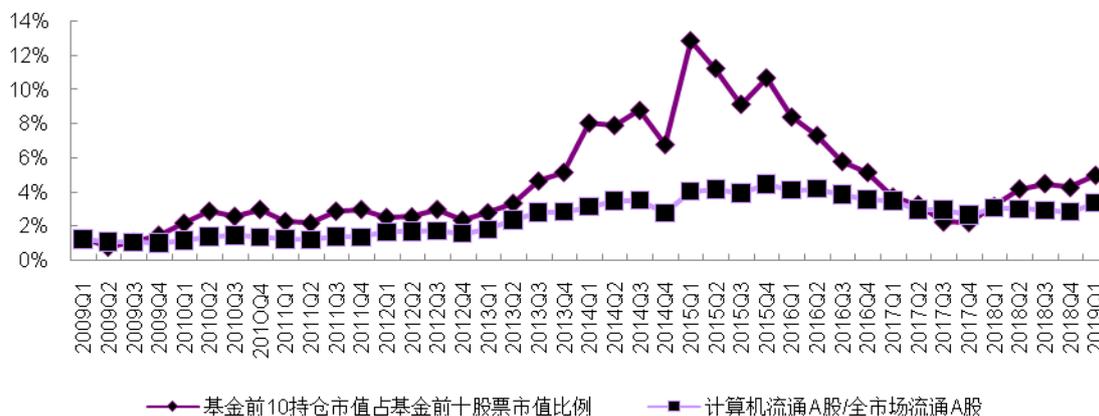


资料来源：WIND，光大证券研究所

1.1.2、2019Q1 公募基金板块超配比例位于过去十年中位数水平

2019Q1 计算机板块公募基金板块超配比例位于过去十年中位数水平。2019Q1 计算机板块公募基金持仓比例为 5%，环比 2018Q4 的 4.28% 上升 0.72 个百分点，是近三年第三高水平。同期计算机板块流通 A 股市值占全市场流通 A 股市值 3.4%，机构超配 1.6%，超配水平处于过去 10 年中位数水平。

图 3：2019Q1 机构持仓略微超配



资料来源：wind，光大证券研究所

1.2、估值低于过去 10 年中位数水平

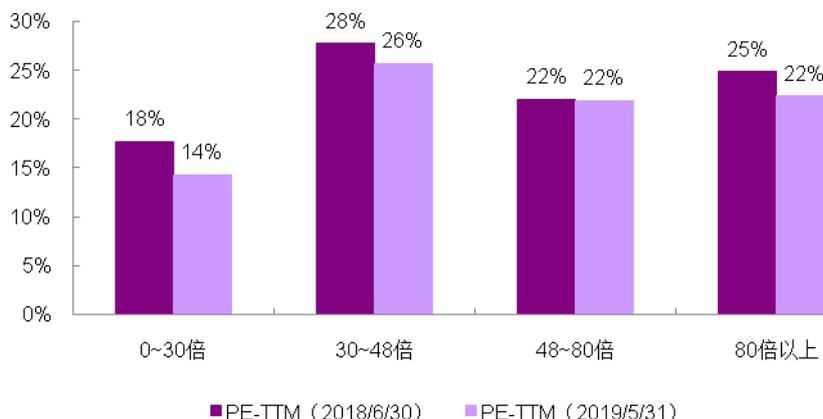
当前计算机指数 PE(TTM, 剔除负值)45 倍, 低于过去十年 48 倍的中位数水平。从个股估值看, 40% 标的估值处于过去 10 年板块中位数水平以下。

图 4: 当前计算机指数 PE(TTM)45 倍, 低于过去十年中位数 48 倍水平



资料来源: WIND, 光大证券研究所

图 5: 行业公司各区间 PE 为正值 的 股 占 比 下 降



资料来源: WIND, 光大证券研究所

1.3、围绕中期主线，关注景气细分

展望下半年整体偏乐观, 政策环境对板块继续偏暖, 重视产业风口与政策风口。预计科创板会推出, 但是相关标股价上半年已经有所反应, 对板块的直接刺激预计偏弱。以产业趋势为基, 寻找高景气度细分仍是核心主线。

(1) 国际环境的变化更加凸显安全可控的重要性, 2019 年有望迎来产业拐点, 推荐中孚信息、中国长城、中科曙光。信息安全随着国资入股信安企业以及等保 2.0 的发布, 行业的战略地位进一步提升, 推荐启明星辰、南洋股份。

(2) 产业互联网加速推进, 云计算与人工智能作为产业互联网的重要基础设施与技术手段, 有望继续保持高景气, 超融合在私有云市场的进一步渗透,

以及 SAAS 业务高增长持续，推荐深信服、用友网络、广联达、泛微网络。人工智能技术跨过商业应用门槛，将给企业客户带来更好的生产工具，降本增效，推荐科大讯飞。

(3) 产业互联网在具体领域的落地，包括工业互联网、医疗 IT 与互联网医疗、供应链金融等细分有望保持高景气，工业互联网第一次写入政府工作报告，有望迎来继续政策催化，推荐汉得信息、赛意信息。新技术与新需求使得医疗 IT 领域继续充满机会，推荐思创医惠、卫宁健康。政策利好服务小微企业的供应链金融平台，推荐生意宝。

(4) 自下而上精选标的，推荐新大陆、新北洋。

2、安全可控加速推进，行业拐点可能出现

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

计算机板块公司对美出口业务很少，只有个别硬件公司对美有少量出口。从产业逻辑上来说会促进安全可控的进程，2018 年安全可控产业推进速度并不如资本市场预想的那么快，但是政府的重视程度并未下降，甚至有所提升。在当前复杂的国际环境下，为避免关键技术的供应链风险和国家安全风险，在党政军和关系国计民生领域对安全可控产品需求有望快速增长。2019 年安全可控领域有望加速推进，行业拐点很可能出现。目前我们观察到安全可控的产品目录更丰富，越来越多厂商的产品加入，意味着相互兼容的安全可控产品越来越多。行业招标体量更大，更多公司的报表会慢慢体现出来。行业生态更完善，从基础硬件到基础软件到应用软件，安全可控的产业生态迅速完善。基础软硬件企业有望直接受益，带来业绩和估值的提升。

2.1、自主可控产业有望迎来拐点

2.1.1、贸易摩擦持续发酵推动自主可控需求增加

贸易争端不断发酵，直指高科技领域。自美国对中国商品发动“301 调查”以来，特朗普政府已先后出台了多项关税政策，试图对我国航空航天、信息通信技术、机器人等领域加征关税，目前涉及金额 2000 亿美元，未来还可能将税率提高至 25%，将金额再增加 3000 亿美金，主要针对高科技领域。叠加此前的中兴事件、美国副总统彭斯的讲话和近期的华为事件，贸易摩擦对中国形成了相当大的挑战。

2.1.2、习近平主席多次强调实现核心技术的自主可控

习近平主席多次强调实现核心技术的自主可控。自中兴禁售事件以后，习近平主席多次在重要场合强调核心技术的自主可控。2018 年 5 月，习近

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

2.1.3、自主可控需要解决网信领域的供应链和安全风险

中兴事件充分暴露了我们网信领域的供应链风险和安全风险。

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

图 6：自主可控需要解决的风险



资料来源：光大证券研究所

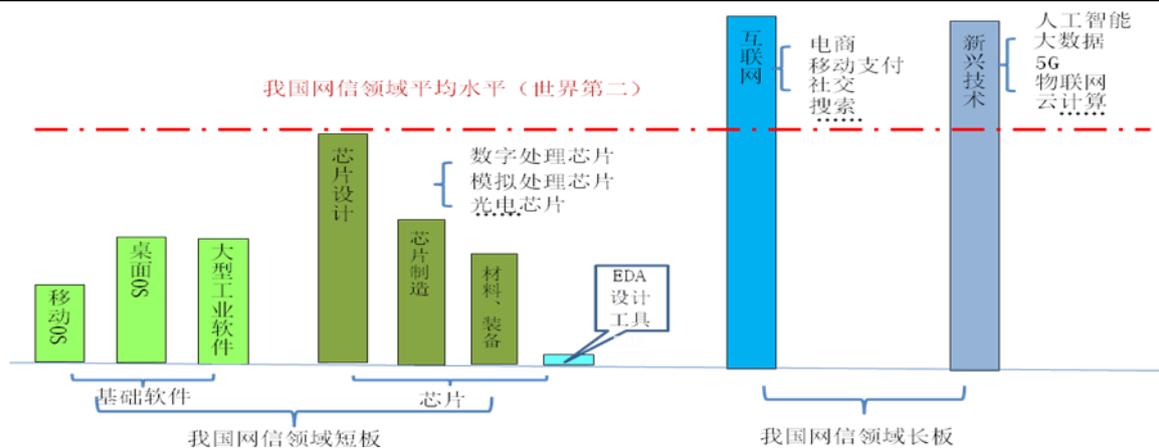
自主可控本质要求是打破国外公司在整个互联网架构上的垄断，并防范国外软硬件所隐藏的可能会影响国家安全的后门或者漏洞。通俗来讲，自主可控就是需要解决网信领域的供应链风险和安全风险，一方面要让自己掌握关键领域的核心技术，不会因为供应商“停用”和“禁售”等原因而使公司“休克”，另一方面，要加强网络安全建设，无论是对于当前技术水平无法完全替代国外产品的领域还是已经完成国产化替代的领域，都要加强网络安全建设，没有网络安全就没有国家安全，安全是国家发展的重要保障。

2.1.4、我国核心元器件和基础软件领域存在明显短板

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

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

图 7：我国网信领域的长短板



资料来源：倪光南院士展示 PPT，光大证券研究所

2.1.5、自主可控市场空间有多少

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

对于基础软件子市场空间：根据相关机构预测，到 2018 年，我国基础软件市场规模将接近 500 亿元²。而 2015 年国产基础软件的市场占有率总体保持在 5%~7%左右，未来随着国产化在党政军和国计民生行业不断推进，未来国产基础软件有望在基础软件的市场里面不断渗透。

对于保密机和保密产品子市场空间：目前我国保密机存量市场为 300 万台左右，且搭载的操作系统以 Windows 为主，未来替换成国产机是大势所趋，按照 5 年的更换周期，每年的需求达 60 万台，假设每台涉密计算机的配套的保密产品价格是 1000 元，则保密机的市场空间在 30 亿左右，保密产品的每年空间在 6 亿左右。

²<http://news.163.com/15/0401/09/AM3SGPB000014JB6.html>

图 8：2014-2017 年中国商用市场分行业 PC 出货量



资料来源：IDC 中国

图 9：2017 年我国大企业垂直细分行业出货量及增长率

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

资料来源：IDC 中国

表 1：自主可控整机市场预测

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

资料来源：IDC，光大证券研究所预测

注：国产整机预计售价来自于政府采购网，参考售价主要来自于对比产品官网售价

表 2：自主可控各产业链环节主要参与厂商

产业链环节	主要参与厂商
CPU	天津飞腾、龙芯、申威、兆芯、紫光国芯、中科芯、华为海思
GPU	寒武纪、景嘉微
存储	浪潮信息、中科曙光、华为、长江存储、新华三、紫光西部数据
服务器	浪潮信息、中科曙光、华为、联想、清华紫光、航天科工
数据库	南大通用、山东翰高、武汉达梦 (中国软件)、人大金仓 (太极股份)、神州通用、航天昆仑
中间件	东方通、金蝶天燕 (太极股份)、中国软件
操作系统	中标麒麟 (中国软件)、天津麒麟、普华软件、红旗、元心
办公软件	中标普华 (中国软件)、金山办公、用友网络、金蝶国际、泛微网络、慧点科技 (太极股份)、万户网络 (华宇软件)
信息安全	启明星辰、中孚信息、天融信、绿盟科技、360 企业安全、深信服

资料来源：光大证券研究所

2.2、信息安全在政策与技术驱动高增长

政府、金融和电信三大行业占了信息安全的下游客户的 60%，整体行业发展受政策影响比较大。棱镜门之后，我国成立中央网络安全和信息化领导

小组，信息安全已经上升到国家战略，多项政策出台支持信息安全产业发展。我国信息安全投入远低于发达国家，未来提升空间巨大。2018 年信息安全市场规模达到 495 亿元，随着等保 2.0 等政策的推动，未来几年行业增速可期。行业趋势：1、信息安全服务市场加速；2、新技术催生信息安全新需求。关注细分领域龙头且在新兴安全领域布局优先的企业。

2.2.1、政策上长期利好信息安全产业发展

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

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

2.2.2、市场空间大，子领域集中度有望进一步提升

我国信息安全投入不足，未来提升空间巨大。2018 年信息安全市场规模达到 495 亿元，随着等保 2.0 等政策的陆续出台，未来几年行业增速可期。

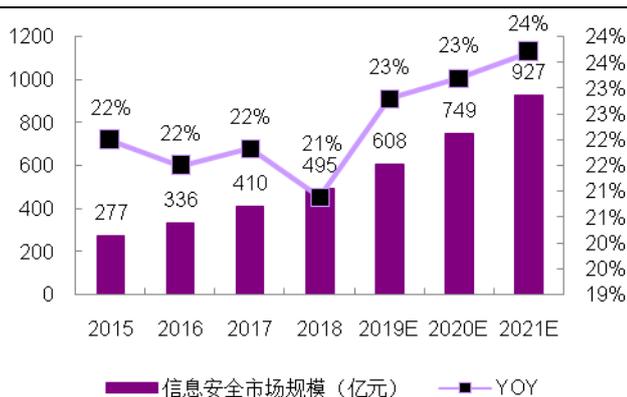
a、我国信息安全投入不足，经济损失位居全球第一

我国企业信息安全投入不足。根据 IDC 的数据，2017 年，我国信息安全投入占总 IT 投入比例距发达国家尚有 2-3 倍差距，我国信息安全投入占整体 IT 投入仅为 1.84%左右，远低于欧美成熟市场 4%左右的水平。随着国家战略的逐步落地，投入占比将逐渐向成熟市场看齐。

b、市场空间大，行业还将保持快速增长

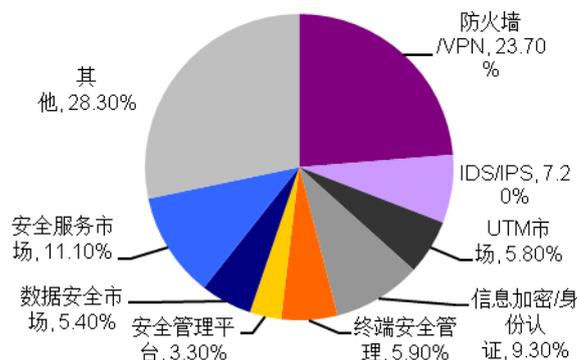
我国信息安全行业市场规模增速有望保持 20%以上。近年来，网络安全威胁事件频发，网络罪犯造成的经济损失快速增多，损失量位居全球第一。持续增长的网络威胁促进我国信息安全产品的快速发展。根据赛迪顾问的数据，2018 年，中国的网络信息安全市场达到 495 亿元，同比增长 21%，高于全球增长率 8.5%。鉴于我国信息安全投入比例较低且相关政策的持续推动，国内网络信息安全市场前景可观，据赛迪顾问预估，2019-2021 年国内网络信息安全市场呈持续高速增长，增长率都保持在 24%以上。

图 10: 中国网络信息安全市场规模与增长率



资料来源: CCID, 2019-2021 年数据为赛迪预测

图 11: 2016 年中国网络安全产品结构



资料来源: CCID, 光大证券研究所

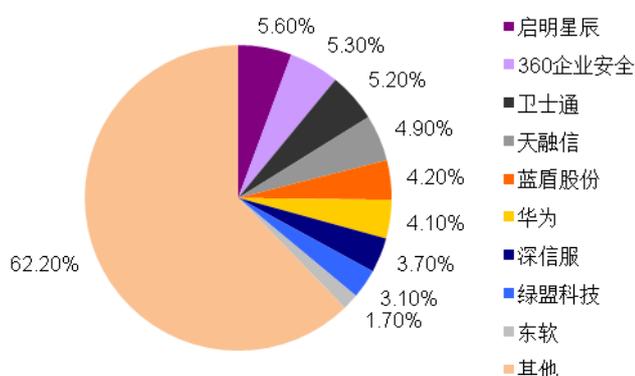
c、子领域集中度有望进一步提升

信息安全行业参与者众多, 市场集中度提升趋势不明显。我国从事信息安全行业的企业比较多, 其中市场份额靠前的公司包括启明星辰(占比 5.6%, 2017 年)、360 企业安全、卫士通、天融信、华三、华为、绿盟科技等企业。通过统计信息安全 14-17 年前 1 名、前 5 名和前 10 名的市场份额可以发现, 市场份额有不断提升的趋势。

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

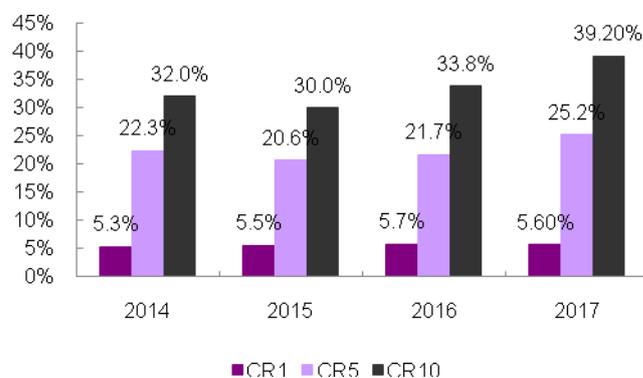
根据 IDC 的数据, 2013 年全球防火墙/UTM 市场和 IDP 市场前五名的份额分别是 65.6% 和 72.2%。相比全球市场, 我国子领域集中度仍有一定的提升空间。

图 12: 我国信息安全主要厂商的市场份额 (2017 年)



资料来源: 赛迪顾问

图 13: 信息安全行业竞争格局分散



资料来源: 赛迪顾问, 光大证券研究所

表 3：国内信息安全主要细分领域及其主要竞争厂商

产品类别	2016 年占信息安全市场的比例	主要厂商	CR1	CR5	
安全产品	防火墙/VPN	23%	天融信 (9%)、网神、东软、启明星辰、卫士通	9%	28%
	IDS/IPS	7%	启明星辰 (17.2%)、天融信、绿盟科技、华为、东软	17.20%	47%
	UTM	6%	启明星辰 (25.6%)、东软、天融信、绿盟科技、蓝盾股份	25.60%	43%
	终端安全管理	6%	北信源 (15%)、启明星辰、汉邦、联软、蓝盾股份	15%	26%
	安全管理平台 (SOC)	3%	启明星辰 (21.7%)、天融信、网神、东软、IBM	21.70%	67%
	数据安全产品	5%	启明星辰 (9.3%)、绿盟科技 (亿赛通)、天融信、神州泰岳、时代亿信	9.30%	29%
	内容安全管理	10%-20%	亚信安全、任子行、时代亿信、360	-	-
安全服务	身份管理与访问控制	9%	吉大正元、卫士通、格尔软件、天威诚信、信安世纪	-	-
	安全集成、安全运维和安全咨询三大类	11%	绿盟、天融信、网神、启明星辰、安氏领信	7.20%	22%

资料来源：CCID，光大证券研究所

2.2.3、等保 2.0 发布，关注新兴安全领域机会

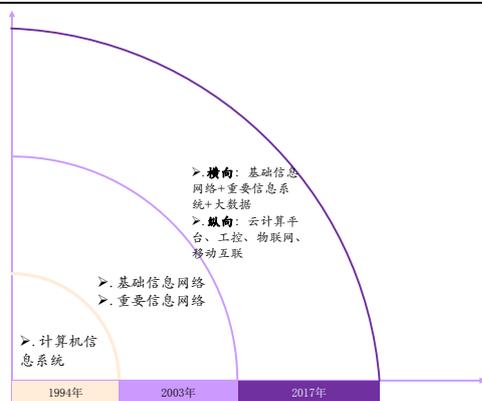
等保 2.0 标准已于 5 月 13 日获得国家安标委最终审批通过，我国网络安全等级保护工作将正式进入“2.0 时代”。等级保护 2.0 较 1.0 相比，主要变化体现在等级保护工作内容扩展、保护对象扩展、保护力度提升这几个方面。工作内容上丰富了等级保护方法；保护对象也从传统的网络和信息系统，向“云大物智移”上扩展；等保由原来的规定上升到了法律，执行力度加大；为适应新的威胁变化，等保也增加主动防御的要求。等级保护 2.0 是一次网络安全的重大升级。

a、等保 2.0 的主要变化

与等级保护 1.0 国家标准相比，等级保护 2.0 国家标准所依托的法律文件地位、标准名称、保护对象、标准内容等各方面都发生了重大变化。其中：

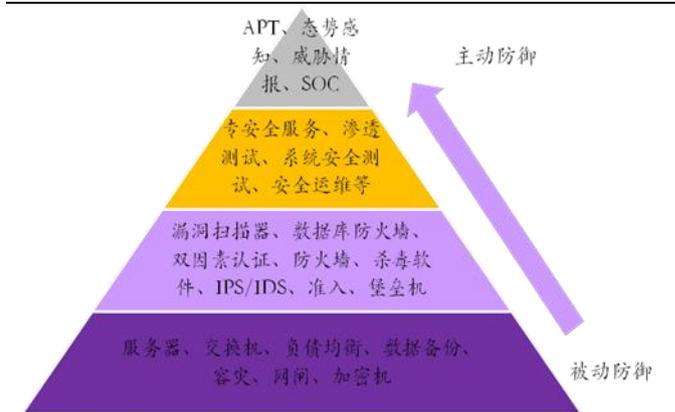
保护对象方面：等保 1.0 的保护对象为信息系统，等保 2.0 将基础信息网络（广电网、电信网等）、信息系统（采用传统技术的系统）、云计算平台、大数据平台、移动互联网、物联网和工业控制系统等都纳入了等级保护对象范围。

图 14：等保 2.0 将“云大物智移”纳入保护对象



资料来源：光大证券研究所

图 15：等保 2.0 新增主动防御



资料来源：光大证券研究所

防御体系方面：等级保护 2.0 依然沿用等级保护 1.0 的“一个中心、三重防护”的理念，只是从等级保护 1.0 的被动防御体系向包含事前预警和防护、事中检测和响应、事后审计和追溯的动态、主动防御体系转变。

b、等保 2.0 刺激信息安全需求增加，新兴安全受益明显

等保 2.0 范围更广、力度更大且对新兴领域安全提出要求，这有望带动信息安全整体市场需求增加，其中受益最大的是威胁情报、态势感知、SOC 等主动防御领域、云安全、数据安全和工控安全等新兴安全领域及安全服务领域和个人信息安全防护。目前新兴安全领域整体市场规模较小，未来空间巨大。

当前新兴安全领域基数小，未来空间大：

威胁情报：根据安全牛的估算，2017 年威胁情报的各种形态带来的收入为 5 亿到 8 亿元，约占整个安全市场的 1.25% 到 2%。同时安全牛预测到 2020 年威胁情报市场的规模有可能超过 12 亿元，从 17 到 20 年的复合增速在 24% 左右。360 企业安全、思科、绿盟等厂商市场份额领先。

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

云安全：根据 Gartner 的报告，2017 年全球云安全服务市场规模大约为 58.57 亿美元，同比增长 21%，根据 Gartner 的预测，全球云安全产业规模将在 2021 年达到 103.55 亿美元，复合增速 15%。国内方面，根据 CCID 的报告，2018 年云安全市场规模为 38 亿元，同比增长 45%，预计未来几年还将保持 45% 左右的速度，行业正处爆发式增长趋势。阿里云、华为、腾讯云、360 企业安全等厂商竞争力靠前。

数据安全：数据安全起步较早，2018 年数据安全市场规模达 28 亿元，同比增长 30%，随着大数据产业的快速发展将催生数据安全需求不断增加，预计数据安全未来三年复合增速还将保持 35% 左右。竞争格局方面，启明星辰、绿盟科技、天融信、神州泰岳和时代亿信等企业市场份额排名靠前。

工控安全：根据工信部发布的《工业控制系统信息安全行动计划(2018-2020 年)》的统计分析，预计 2018 年国内市场工控安全市场将达到 4.4 亿元，占全国信息安全市场规模的比重仅为 1% 左右，仍处于市场导入期。考虑到全球工控安全占整体市场规模的 10% 左右，随着未来几年在国家政策的持续推动，我国工控安全市场逐步升温，并有望在未来 3~5 年进入快速成长期。根据国家工业信息安全发展研究中心预计，2020 年我国工控安全市场规模将达到约 20 亿~30 亿元，占信息安全市场规模的比重将达到 5%~6% 左右。工控安全领域启明星辰、360 企业安全等企业布局领先。

3、云计算持续渗透，看好超融合和 SAAS 服务

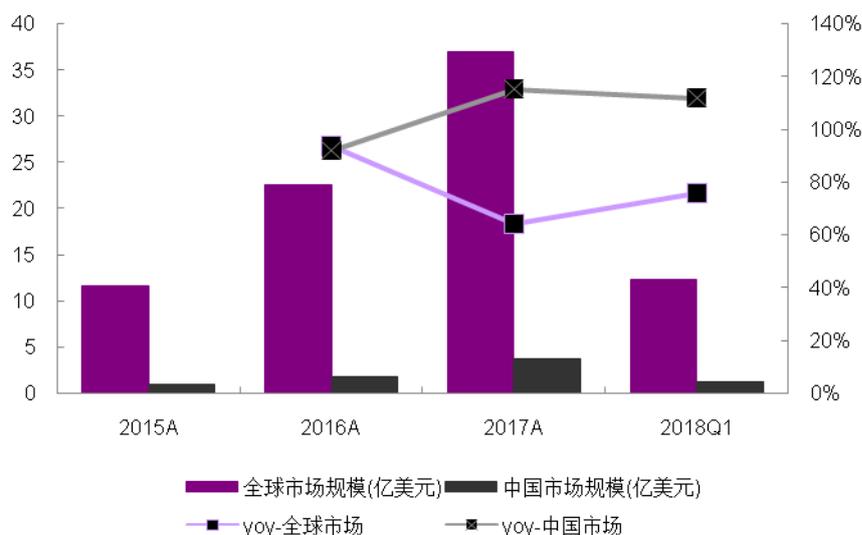
3.1、超融合：软件定义数据中心新势力，应用驱动 IT 架构变革

超融合架构是指在同一套设备单元中除具备计算、网络、存储和虚拟化能力之外，还具备数据备份、快照技术、重复数据删除、在线数据压缩等特性，且多套设备单元可以通过网络聚合起来，实现模块化的无缝横向拓展，形成统一的资源池，并通过统一的管理系统进行管控。相比传统架构，超融合对于企业用户具有以下优势：

- **更低的投入成本：**超融合通过软件定义标准硬件的方式能够有效降低企业的资本开支和运营开支，体现在硬件的利用率更高、标准硬件的投入更低、避免信息孤岛并简化工作负载部署。根据 VMware《whymoveto HCI infographic》显示，超融合架构相比传统数据中心 IT 架构将给企业带来 50% 的资本开支和 30% 的运营开支节省。而据 IDC2015 年的测算，Nutanix 的一体机在多负载下相比传统基础设施总拥有成本节省高达 60%，在可预测工作负载下相比公有云总拥有成本最高可降低 30%。
- **更好的扩展性和更简单的运维：**一体机开箱即用的特点带来更快速的初期建设和更简单的后续运维，同时集群的架构设计使得超融合系统资源不足或性能不够时只需增加相应的节点即可获得更高的计算能力、更高存储量和 I/O 性能、更高网络带宽，满足业务扩展性的需求。据 IDC 测算，Nutanix 的一体机产品相比传统基础设施，运维时间将减少 71%、虚拟化成本降低 80%、存储的部署速度提高 85%。
- **更高的业务可靠性和更好的存储性能：**超融合的分布式架构避免了单点故障，应用的跨主机故障切换转移保证业务的连续性。在存储方面，超融合相对传统存储 IO 路径更短，业务虚拟机与存储介质存在于同一个物理节点，可以实现最短路径的 IO 吞吐，实现高性能业务支撑。此外超融合系统可以通过横向扩展来提升整套系统性能，支撑上层运行更多、更快的业务系统。

市场规模高速增长。据 IDC 发布的全球及中国超融合市场规模数据显示，2017 年全球超融合市场规模超过 37 亿美元，同比增长 64%；2018Q4 全球超融合市场规模 19.3 亿美元，同比增长 57.2%。2017 年中国超融合市场规模 3.79 亿美元，同比增长 115%；2018Q4 中国超融合市场规模 2.5 亿美元，同比增长 60.1%，增速高于全球市场增速。

图 16: 全球及中国超融合市场规模及增长情况(2015~2018Q1)



资料来源: IDC

关于中国超融合市场未来的增长潜力，我们从两个维度来衡量：

- 相较传统 IT 架构，超融合架构除了将计算、存储、网络三层架构融为一体提供更便捷的部署和运维之外，软件定义存储的解决方案带来了更高的 I/O 性能和更好的扩展性，而这是一家企业随着业务发展壮大数据积累丰富后需要切实解决的问题，最具代表的就是以 Google 等互联网公司建设的以支撑大规模数据业务扩展性极强的数据中心解决方案。wikibon³认为高速延时、数据爆炸、闪存等特征将为 IT 架构重组带来新的机遇，以分布式存储为代表的 Server SAN⁴解决方案将颠覆传统存储市场格局。据 wikibon 预测，全球企业级 Server SAN 市场规模将从 2017 年的 32.25 亿美元增长到 2020 年的 345 亿美金，期间复合增长率达 67%。这无疑给超融合市场带来很好的机遇。
- 换一个视角来看，根据 IDC2017 年 5 月发布的一篇报告预测，中国超融合市场规模 2020 年将达到 7.32 亿美元，2016-2020 年期间复合增长率为 43%。但回溯来看，IDC2016 年预测的 2017 年中国超融合市场规模为 2.97 亿美金，低于 3.79 亿美金实际金额。而中国 2018Q1 超融合市场规模同增 112%，根据 IDC 的预测，预计全年超融合市场有望高于 44% 的预测增速。

综合两个预测，结合 IDC2017 较为谨慎的预测，以及中国超融合市场增速高于全球市场增速来看，我们认为 18-21 年中国超融合市场的复合增速大概率将超过 50%。

³注：wikibon 是一个由从业者、技术专家和顾问组成的全球社区。

⁴注：根据 wikibon 定义，Server SAN 是指用软件来管理多台具有直连存储的服务器组成存储资源池。

3.2、SAAS 服务：行业高速增长，应用持续渗透

过去几年，全球领先的云计算公司云业务收入都出现了 50%左右的复合增长，持续超预期。如：1、AWS（亚马逊云服务）营收由 13 财年的 31.08 亿美元的高基数上增长到了 18 财年的 256.55 亿美元，增长了 8.24 倍，复合年增长率高达 52%；2、微软云业务由 13 财年的 13 亿美元的高基数增长到了 18 财年的 232 亿美元，增长了 17.84 倍，复合年增长率高达 78%；3、Adobe 云业务收入由 2010 财年的 3.87 亿美元增长到 2018 财年的 79.22 亿美元，8 年增长了 20.47 倍，复合增长率高达 45.8%。

表 4：国外主要云计算企业的云业务收入情况

Amazon			FY2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY2018
云业务收入(亿美元)			31.08	46.64	78.8	122.19	174.59	256.55
YOY				50%	69%	55%	43%	47%
云业务收入占比			4%	5%	7%	9%	10%	11%
Microsoft			FY2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY2018
云业务收入(亿美元)			13	28	58	95	149	232
YOY				115%	107%	64%	57%	56%
云业务收入占比			2%	3%	6%	11%	17%	21%
Adobe	FY 2011	FY2012	FY2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY2018
云业务收入(亿美元)	4.51	6.73	11.38	20.77	32.24	45.85	61.34	79.22
YOY	17%	49%	69%	83%	55%	42%	34%	30%
云业务收入占比	11%	15%	28%	50%	67%	78%	84%	88%
SAP	FY 2011	FY2012	FY2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY2018
云业务收入(亿美元)	4.94	3.57	9.61	13.24	24.98	31.53	45	57
YOY	-6%	-28%	169%	38%	89%	26%	43%	26.9%
云业务收入占比	3%	2%	4%	6%	11%	14%	16%	20%
Oracle				FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY2018
云业务收入(亿美元)				15.77	20.93	28.53	45.71	113
YOY					33%	36%	60%	—
云业务收入占比				4%	5%	8%	12%	28%

资料来源：wind，光大证券研究所

注：Oracle 云业务口径 2018 年有调整

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

1、近年来阿里云快速增长，营收由 2011 财年的 5 亿元增长到 2018 财年的 247 亿元，增长了 25 倍，复合年增长率高达 74.6%。云业务收入占比由 2013 财年的 1%提高到 2018 财年的 7%。

2、用友网络云业务收入由 2015 年的 0.87 亿增长到 2018 年的 8.51 亿元，增长了 9.8 倍，复合增长率为 114%。云业务收入占比由 2015 年的 2%提升到 2018 年的 11%。

3、金蝶国际的云业务收入在过去的 4 年增长了 8 倍，复合年增长率为 68%，云业务收入占比由 2014 年的 7%提升到 2018 年的 30%。

表 5: 国内部分云转型厂商云收入情况

	云业务收入(亿元)					云业务占比					云业务同比			
	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
阿里巴巴	13	30	67	134	247	2%	3%	4%	5%	7%	138%	121%	101%	84%
用友网络		0.87	1.17	4.09	8.51		2%	2%	6%	11%		34%	250%	108%
金蝶国际	1.06	1.91	3.41	5.68	8.49	7%	12%	18%	25%	30%	80%	79%	67%	49.5%
泛微网络		0.02		0.12	0.22		1%		2%	2%				
广联达				0.45	3.71				2%	13%				724%

资料来源: Wind, 光大证券研究所

注: 阿里巴巴年报披露日为 5 月 15 日;

我国 SaaS 市场正处于高速发展的初级阶段, 未来还将保持年均 36% 的增速。根据 IDC 的预测, 中国 SaaS 市场正处于高速发展的初级阶段, 其发展速度是传统套装软件的 10 倍。2017 年, 中国 SaaS 市场规模达到 12 亿美元, 同比增长 40.1%。预计 18-22 年中国企业级 SaaS 市场依旧呈现快速增长, 年复合增长率将超过 35.7%。

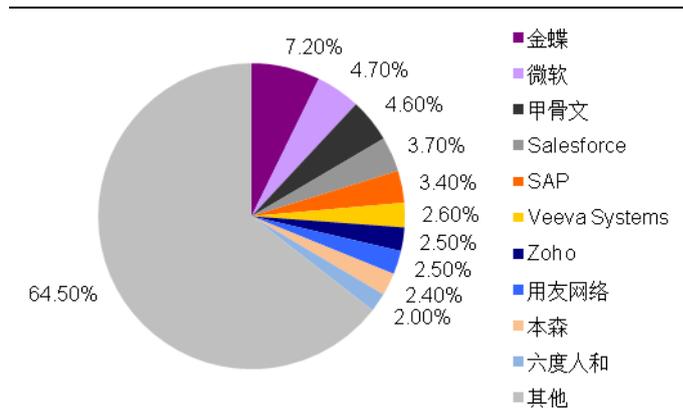
竞争格局分散, 市场集中度有望进一步提升。对比美国市场, 中国 SaaS 市场依旧处于初期的高速发展阶段。中国企业级 SaaS 市场的增速高于美国 SaaS 市场, 但市场的成熟度远低于美国市场。从细分领域看, 客户关系管理 (CRM) 市场、企业资源管理 (ERM) 市场和协同应用市场 (Collaborative) 发展最为成熟, 并且市场份额占比持续扩大。从 SaaS 厂商销售收入占比来看, 2017 年我国前十大厂商仅占整体 SaaS 市场的 35.5%, 竞争格局相对两年前的全球市场更加分散, 考虑到近年来龙头的营收快速增长, 未来市场集中有望进一步提升。

图 17: 2018-2021 年中国 SaaS 市场规模预测



资料来源: IDC

图 18: 2017 年中国 SaaS 厂商销售占比



资料来源: IDC, 2017

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

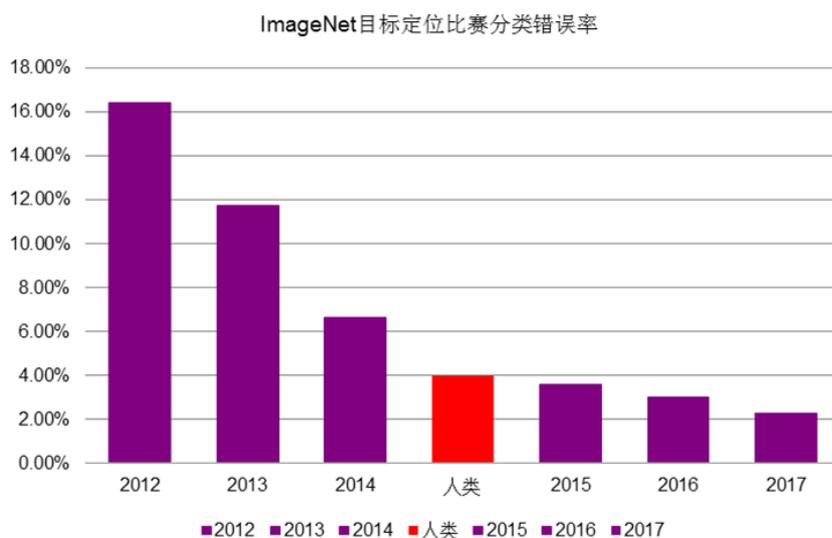
手，而且转型过程中有望为 SaaS 厂商带来面向中小型企业的增量市场，成为细分领域潜在龙头。

4、人工智能：商业化应用持续深化，生产力变革大时代

数据、算法、计算能力三轮驱动，智能时代到来。回顾人工智能的发展史，当前的爆发具有其必然性。首先，互联网带来更大量、更多维也更完备的数据，这样的数据量使用传统的因果思维很难发挥出其价值，而且世界本身的不确定性也使得太多的因果逻辑并没有被人类发现，因此变主动的因果关系为数据自驱动的相关关系无疑是一条有效的路径。其次，随着并行计算的成熟以及芯片等硬件成本的大幅下降，以及深度学习算法的突破，数据处理工具已经成熟，金矿能够挖掘。再者，最重要的是，互联网经过近三十年的蓬勃发展，业态与格局已经稳定，改进的空间和边际效应逐步减弱。在这样的背景下，无论是行业巨头还是新进入的创业者，都需要寻找一个新的尚待挖掘的具有巨大前景和空间的领域，人工智能无疑具备这样的特征。于是创业公司叠起，巨头大力布局，智能时代到来。

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

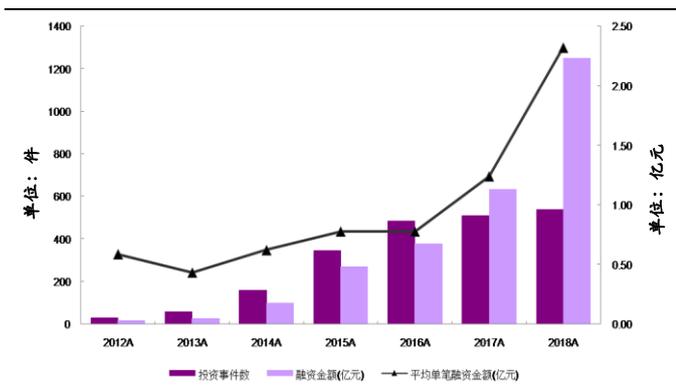
图 19: ImageNet 比赛 2015 年冠军的图像识别准确率超过人类水平



资料来源：ImageNet

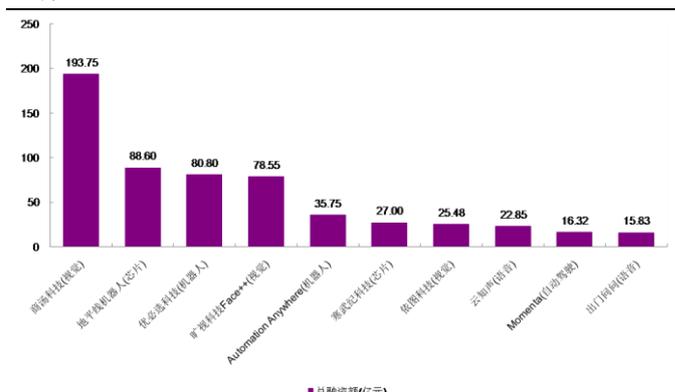
一级市场投资金额高速增长，头部创企更获资本青睐。根据 IT 桔子的数据显示，截止 2018 年 11 月 30 日，2018 年在人工智能领域共发生投资事件 538 起，超过 2017 年全年的 509 起；获投企业融资金额总计 1249 亿元，相比 2017 年增长 98%；平均单项目获投金额亦由 2017 年的 1.24 亿元/单上升到 2.32 亿元/单，平均单笔融资金额大幅上升。而从融资额排行前十的头部厂商来看，机器视觉、芯片、机器人、语音和自动驾驶是资本更倾向布局的赛道。其中商汤和地平线均是在近期获得 10 亿美元级别的融资，核心资产的资本热情依旧火热。

图 20: AI 领域融资金额与项目数创新高



资料来源: IT 桔子, 2018 年数据截取至 2018 年 11 月

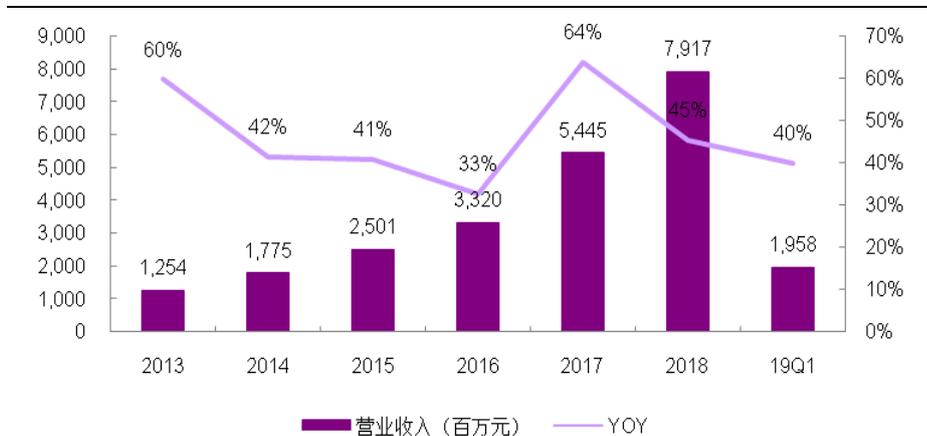
图 21: 机器视觉、芯片、机器人、语音和自动驾驶是核心赛道



资料来源: IT 桔子, 截取时间为成立至 2018 年 12 月

语音龙头科大讯飞持续高增长，2019 年有望进入利润收获期。科大讯飞 2019 年第一季度实现营收 19.58 亿元，同增 40%，连续多年收入增速超过 30%。公司布局的教育、政法、消费者等核心赛道，2018 年收入分别同增 42%、86%、75%，应用落地持续深化。公司从 2016 年开始进行渠道和长期战略布局，销售和研发人员大幅增加使得过去两年费用率上涨明显。随着公司布局接近完成，2019 年费用率有望迎来显著改善，公司将进入利润收获期。

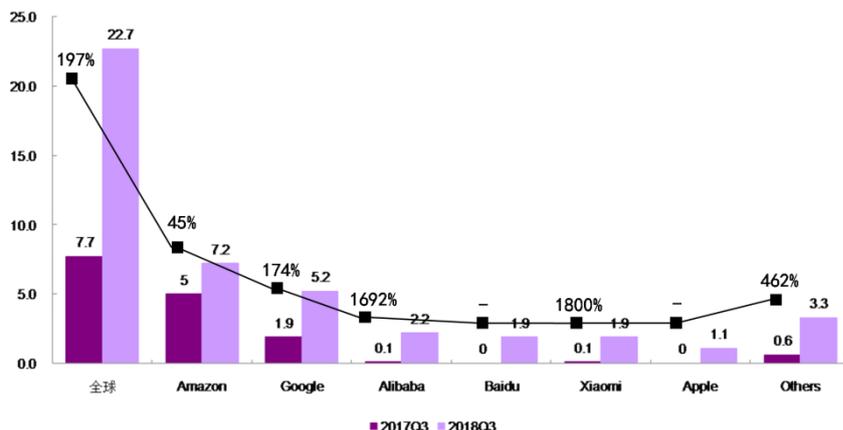
图 22: 科大讯飞连续多年收入增速超过 30%



资料来源: 公司公告

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

图 23：2018Q3 全球智能音箱出货量创新高（单位：百万台）

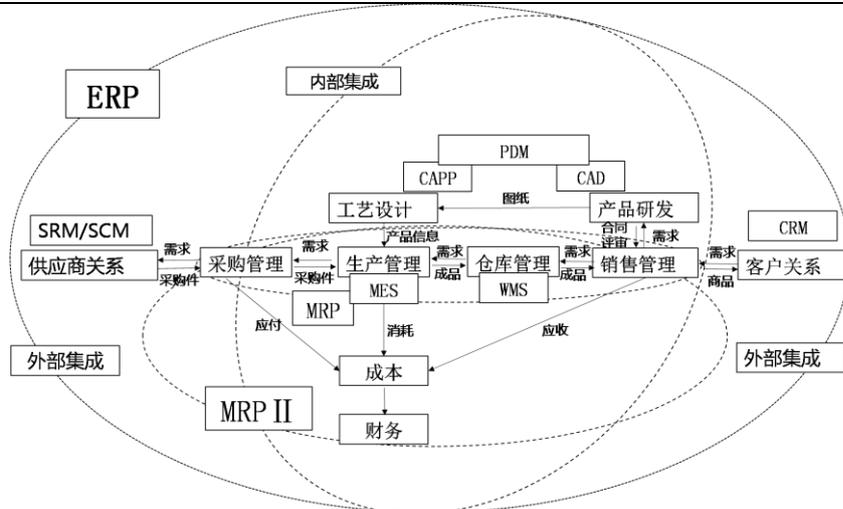


资料来源：Strategy Analytics

5、工业互联网：三因素驱动，加速提升

从制造产品生命周期来看。一款产品生命周期包括从产品研发到工艺设计、到物料采购、到生产制造、到成本效益核算再到产品销售、售后管理，涉及到上游供应商、下游代理商经销商终端客户、企业内部采购市场研发生产制造等多个部门。在这个过程中，当有大规模管理需求的时候，每一个环节无疑都需要信息化工具提供支撑。涉及到诸如 CAD、CAPP、SCM、CRM、MRP、MES 等多款软件产品。

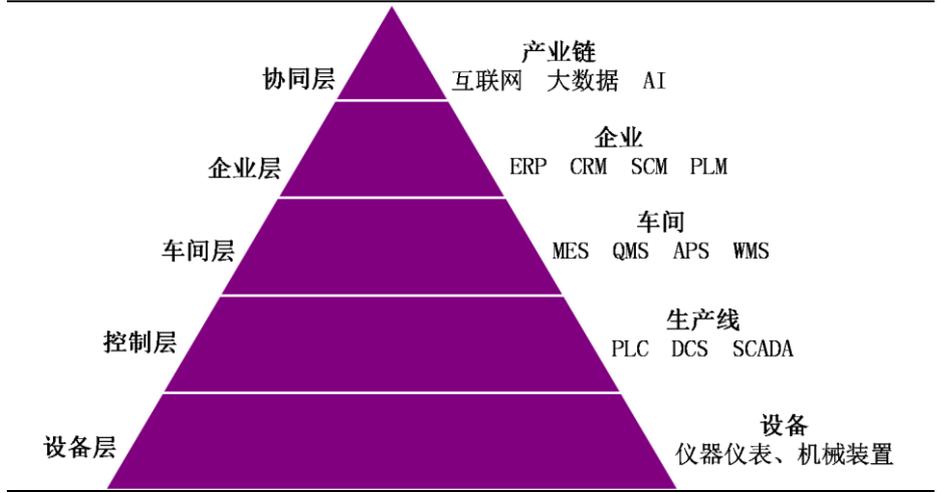
图 24：从产品生命周期视角看制造信息化的软件需求



资料来源：《ERP-从内部集成起步》，陈启申著，光大证券研究所整理

从制造的层次结构来看。一个制造企业从底层的制造设备，到控制单元，到生产制造车间，再到整个企业层面，最后则是企业内外部协同。制造设备负责生产加工执行，控制单元负责设备控制与管理，生产车间负责制造加工过程管理，企业层面是制造体系大脑负责多个车间多条生产线的生产活动，而内外协同则基于内外信息的互联互通实现资源和产能的最有效配置。这个过程涉及到物流、设备、生产工人、企业管理层、产业链合作伙伴等多方，与之相关的信息化产品包括 PLC、SCADA、MES、PLM、ERP、SCM、BI 等。

图 25：从制造的层次结构视角看制造信息化的软件需求



资料来源：光大证券研究所整理

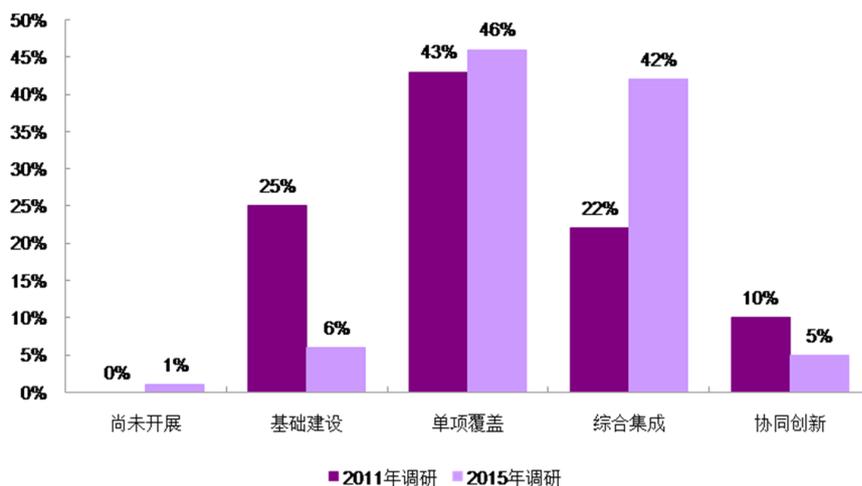
从上面的分析可以看出，产品生命周期视角更偏向于企业管理活动，制造层次结构视角更偏向于加工制造活动，两者是从不同视角看待制造企业的信息化体系。无论哪个视角，都能看到系统之间存在前后依赖互为支撑的关系。比如说 CAD 的设计和 CAPP 的工艺安排是 MES 生产执行过程的重要基础，PDM 的报价功能要依据 ERP 的成本计算结果，SCM 的供应商白名单决定了 ERP 采购管理的范围选择。对于企业而言，信息化是为业务服务的，而每一项业务几乎都是跨部门的。优化业务流程的前提是流程必须可视化，而实现可视化必须要以信息集成为基础。只有内部的各个系统实现集成互联互通，才能实现流程的可视化业务的规范化，更大程度发挥信息化的效果，提高各个环节的效率。

集成化的最终目的是实现网络协同。在全球经济的大背景下，企业之间的竞争已经不再局限在单个企业之间，而是以每个企业为核心包括上下游供应商经销商形成的虚拟企业联合体之间的竞争。针对市场需求的变化，快速的组织产品设计生产检测上市，需要整个联合体之间的合作协同实现更快的响应速度，保障更优质的产品质量，支撑更好的售后服务体验。

中国制造业信息化正由单项业务覆盖向综合集成阶段过渡，尚有明显的提升空间。按照中国工业企业两化融合的评估标准，企业的两化融合水平分为四个阶段：基础建设、单项应用、综合集成、协同与创新。据工信部 2011 年调研数据，调研企业约 25% 处于基础建设、43% 企业处于单项覆盖阶段、

22%企业处于综合集成或正向集成阶段过渡、10%企业初步进入突破创新阶段。而据德勤 2015 年调研显示，6%企业处于起步阶段、46%企业处于单项业务覆盖阶段、42%企业处于综合集成阶段，仅 5%的企业进入与全产业链和用户协同创新阶段。可见中国制造业企业大部分仍处于单项业务覆盖阶段和向综合集成阶段过渡，仅少数企业初步进入全产业链协同阶段。

图 26：中国制造业信息化由单项业务覆盖向综合集成阶段过渡

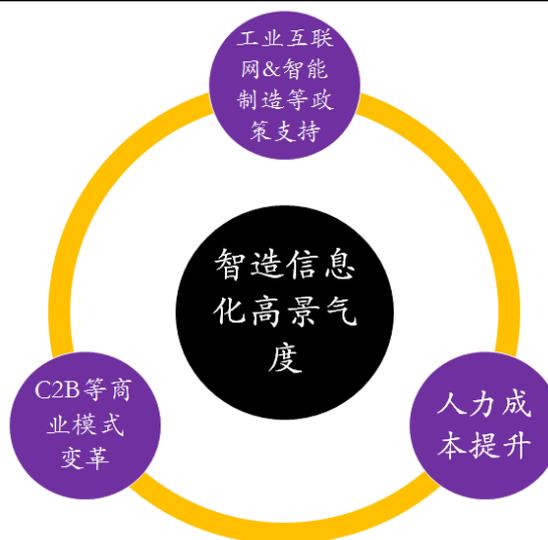


注：2009年到2011年底，工信部联合行业协会对17个工业门类 and 不同生产类型的重点行业、近千家企业进行两化融合测试。选取样本以大中型企业为主。2015年德勤同中国机械工业联合会对制造业进行信息化调研，样本包括132家来自机械加工制造、汽车及零部件、工程机械、电力电气、电缆电线、轨道交通等行业中的大中小型制造企业。

资料来源：《2015年中国制造业企业信息化调查》，德勤，光大证券研究所整理

我们统计了 A 股及三板上市(挂牌)企业的智能制造板块业务数据发现，绝大多数公司近年该板块收入均呈现高速增长态势。这些企业的共同特征都是面向制造型企业提供生产加工环节以 MES 为核心，叠加 QMS、WMS 等系统的解决方案。我们认为这一小样本结果比较能反应行业的客观现实：首先，从制造企业部门信息化水平来看，正处于内部提升向外部集成的过渡，在财务、人力等领域建设程度较高的同时，以 MES 为代表的制造执行过程信息化是建设不足的领域。其次，以 C2M 为代表的新的商业模式，以及以智能手机为代表的更多智能产品的生产需求，对于生产线及制造环节也提出了更高的要求，而信息化是提高效率和产品良率的重要保障。第三，在《中国智能制造 2025》的引领下，以及两化融合、工业互联网等政策的驱动下，财政补贴及税收优惠等手段也驱动企业进行信息化升级投入。

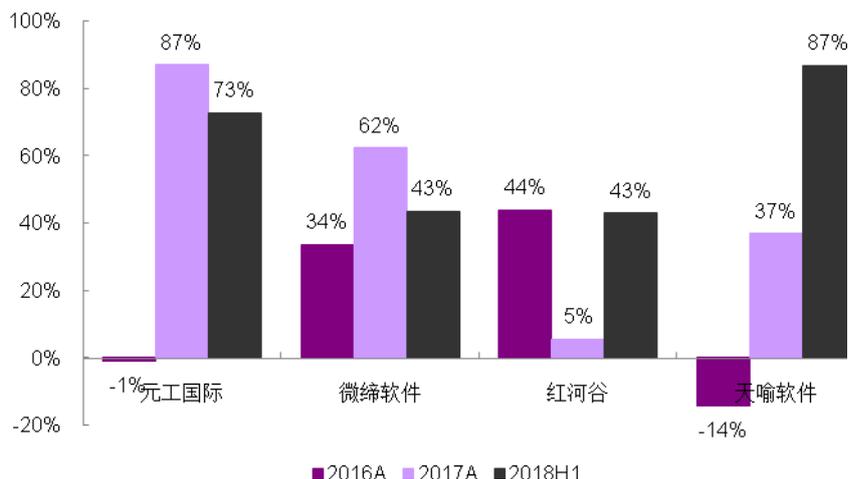
图 27：多因素驱动，智造信息化加速



资料来源：光大证券研究所整理

展望未来，一方面智能制造五年规划临近收尾，2025 节点趋近，各类政策支持力度将持续；另一方面 C2B 的商业模式变革从家居、服装向汽车、装修等更多用户个性化需求没有得到很好满足的领域扩展，产品智能化大势所趋，制造生产加工的要求日益提高。另外消费互联网巨头开启 B 端服务大幕，工业互联网驱动产业升级，尚处于早期红利释放阶段。**三驱动力共振，行业高景气度将持续。**

图 28：部分公司智能制造业务收入 2017-2018H1 年同比高速增长



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

6、医疗 IT 与互联网医疗：政策支撑发展迎来新机遇

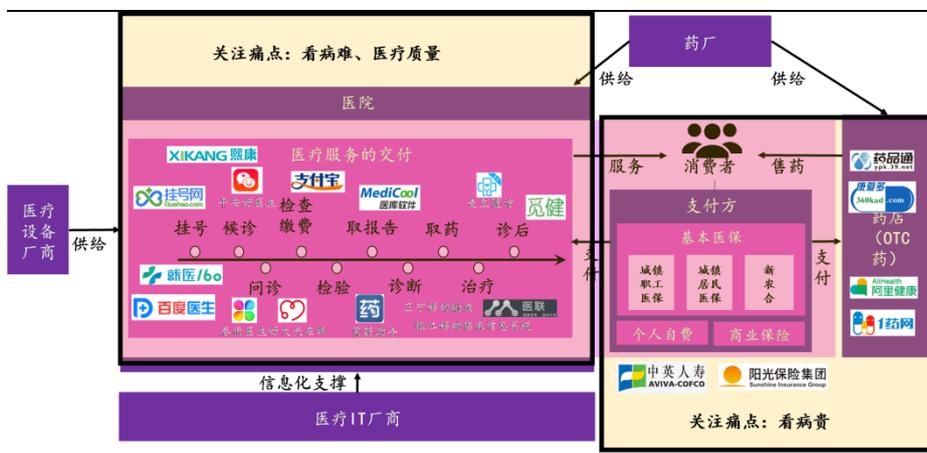
中国医疗服务行业面临看病难、看病贵以及服务质量有待提高的明显痛点，信息化程度还有显著提升空间。看病难主要由供需不平衡造成，供需不平衡分为绝对供需不平衡和相对供需不平衡，绝对不平衡由地区医疗资源分布差异、不同等级医院服务质量差异产生，相对不平衡由患者追求名医专家、小病大看的心理造成。看病贵指的是个人对医疗费用承担比例过高，目前主要的支付模式为基本医保、自费和商业健康保险。而服务质量是中国医疗服务长期的痛点，即便在发达国家也面临同样的问题。按照卫计委的数据 2015 年我国医疗信息化的支出在整个医卫支出占比仅 0.79% 左右，低于发达国家超过 3%-5% 的水平。

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

以信息化为基础，互联网医疗优化医疗服务解决看病难题。互联网医疗是以互联网为载体、以通讯/移动技术、云计算、物联网、大数据等为手段，与传统医疗健康服务深度融合而形成的一种新型医疗健康服务，使之更有效满足医疗各方的需求，拓宽消费者的医疗资源通路和便利使用，提高医疗服务方交付的效率和质量，帮助医疗支付者进行控费等。互联网医疗对缓解医疗痛点进行了大量积极有意义的探索：

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

图 29：针对医疗领域难题，互联网医疗进行了大量有益探索



资料来源：光大证券研究所整理

监管政策更为宽容。2018年7月，卫健委发布《关于深入开展“互联网+医疗健康”便民惠民活动的通知》，文件提出围绕居民健康服务需求所涉及的全部环节推出“互联网+医疗健康”便民惠民30条举措，鼓励互联网+医疗的发展。2018年4月28日国务院印发了《国务院办公厅关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》政策文件，文件从健全“互联网+医疗健康”服务体系、完善“互联网+医疗健康”支撑体系和加强行业监管和安全保障三个方面对“互联网+医疗健康”各细分领域以及政策支持细则做了详细规定。与此前的《关于征求互联网诊疗管理办法(试行)》(征求意见稿)对比可见，此次政策相比《征求意见稿》里的限制做了大程度放宽和支持鼓励的态度，从严监管到明确支持并对于支撑体系落地也做了明确规定，是互联网医疗政策的重大转折与纲领性的指引。

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

7、投资策略及重点个股

7.1、投资策略

展望下半年整体偏乐观，政策环境对板块继续偏暖，重视产业风口与政策风口。预计科创板会推出，但是相关标股价上半年已经有所反应，对板块的直接刺激预计偏弱。以产业趋势为基，寻找高景气度细分仍是核心主线。

(1)国际环境的变化更加凸显安全可控的重要性，2019年有望迎来产业拐点，推荐**中孚信息、中国长城、中科曙光**。信息安全随着国资入股信安企业以及等保2.0的发布，行业的战略地位进一步提升，推荐**启明星辰、南洋股份**。

(2)产业互联网加速推进，云计算与人工智能作为产业互联网的重要基础设施与技术手段，有望继续保持高景气，超融合在私有云市场的进一步渗透，以及SAAS业务高增长持续，推荐**深信服、用友网络、广联达、泛微网络**。人工智能技术跨过商业应用门槛，将给企业客户带来更好的生产工具，降本增效，推荐**科大讯飞**。

(3)产业互联网在具体领域的落地，包括工业互联网、医疗IT与互联网医疗、供应链金融等细分有望保持高景气，工业互联网第一次写入政府工作报告，有望迎来继续政策催化，推荐**汉得信息、赛意信息**。新技术与新需求使得医疗IT领域继续充满机会，推荐**思创医惠、卫宁健康**。政策利好服务小微企业的供应链金融平台，推荐**生意宝**。

(4)自下而上精选标的，推荐**新大陆、新北洋**。

7.2、重点个股

7.2.1、中孚信息：保密第一股，受益安全可控

公司 18 年报跟业绩快报一致，18 年公司安全保密收入增长 34%，19 年一季度收入增长 69%。，自主可控率先带来收入弹性。

◆自主可控加速推进带来份额提升：

自主可控保密先行，涉密领域是自主可控最先推广的领域，公司收入 60%都是来自于保密软硬件与服务。自主可控 PC 推广带来原有的保密软硬件需要全部替换成适配国产 PC 环境，考虑到公司在适配国产保密机方面布局比较领先，随着国产化加速推进，公司市占率有望进一步提升。

◆并购剑通信息带来盈利能力和服务能力提升：

公司并购剑通信息获得证监会有条件通过，剑通信息主营业务为移网数据采集分析产品，在手机定位和芯片等领域优势明显，下游客户以公安部门、海关、检察院等政府机关为主；18 年净利润为 7564 万元，同时交易对方承诺剑通信息 2018 年度、2019 年度、2020 年度扣非后净利润分别不低于 7,000 万元、7,700 万元和 9,200 万元，盈利能力强劲。此次并购获得有条件通过，短期看将增强公司的盈利能力；考虑到公司的客户也是以党政机关为主，长期看将有利于发挥协同效应，深入挖掘客户需求，提升综合服务能力。

◆投资建议

1) 不考虑并表：维持公司 19-21 年归属于上市公司股东净利润预测分别为 0.92、1.29 和 1.68 亿元，对应 EPS 分别为 0.69、0.97 和 1.27 元/股。
2) 考虑并表：假如 19 年并购能顺利完成并完全并表，且剑通信息完成承诺利润，并假设 21 年剑通信息利润为 1.01 亿元（即相较于 20 年承诺利润增长 10%），则 19-21 年公司的利润预测为 1.69、2.21 和 2.69 亿元，19-21 年 EPS 摊薄至 1.04、1.36 和 1.66 元/股。维持“买入”评级。

◆风险提示：

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

表 6：中孚信息业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	281	356	529	758	1,000
营业收入增长率	30.21%	26.64%	48.65%	43.32%	31.78%
净利润(百万元)	49	42	92	129	168
净利润增长率	0.55%	-12.72%	116.92%	40.16%	30.44%
EPS(元)	0.37	0.32	0.69	0.97	1.27
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.84%	9.40%	16.93%	19.18%	20.01%
P/E	102	117	54	38	29
P/B	12.1	11.0	9.1	7.4	5.9

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 06 月 03 日收盘价

7.2.2、中国长城：背靠中国电子，自主可控布局领先的整机厂商

公司 2018 年实现收入 100.09 亿元，同比增长 5.29%；实现净利润 9.87 亿元，同比增长 69.88%，归属于母公司扣非后净利润 3.27 亿元，同比增长 25.91%。19Q1 实现收入 19.20 亿元，同比微降 0.49%；实现归母净利润 5187 万元，同比下降 65.76%，一季度利润大幅下降主要是今年同期金融资产收益以及子公司园区及物业服务类别的收入下降所致。

◆自主可控推进顺利：

公司是中国电子旗下定位于向最终用户提供自主可控整机、安全产品和行业解决方案的载体。公司 18 年自主可控推进顺利，基于飞腾平台的终端和服务器产品在国家某重点升级替代项目中占有率均为第一；实施“点亮工程”，成功进入档案、金融等重点行业，在金融、医疗等多个关键行业成功实现基于 PK 架构产品的软件适配迁移；成功打造多个精品工程项目，以 ERP 等复杂系统、大型系统以及融合云计算、大数据、人工智能等前沿技术的创新应用为核心的产业发展生态圈建设，形成长沙、天津等地方升级替代的示范性应用工程。基于飞腾平台的终端和服务器的产品性能保持领先，已在多个重要升级替代项目、关键行业中试点应用并占据市场主导地位。

◆扣非后净利润稳健增长：

受公司战略转型升级推进影响，18 年收入微增 5.3%至 100 亿元，分业务板块来看，公司战略聚焦的高新电子、电源产品和信息安全整机及解决方案分别增长 8.68%、12.08%和-3.23%，其中信息安全整机及解决方案业务出现下滑主要系金融板块收入下滑。公司整体毛利率和费用率基本维持稳定，毛利率微增 0.26 个百分点至 21.93%，期间费用率微增 0.41 个百分点至 16.69%，其中研发费用增长较快，同比增加 19.8%，主要系为加大战略领域布局和增加产品竞争力，公司加大了研发投入。公司归母净利润大增 70%，主要系因为出售交易性金融资产确认的非经常性损益大幅增加；扣非后净利润同比增长 25.91%。

◆投资建议：看好公司成长为我国自主可控行业的整机领军厂商，维持公司 19-21 年归属于母公司净利润预测分别为 11.92、11.07 和 9.78 亿元，对应 EPS 分别为 0.41、0.38 和 0.33 元/股。考虑到国产化推进有所提速，维持“增持”评级。

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

表 7：中国长城业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	9,507	10,009	14,567	16,487	16,666
营业收入增长率	-86.25%	5.29%	45.53%	13.18%	1.09%
净利润（百万元）	581	987	1,192	1,107	978
净利润增长率	1652.89%	69.88%	20.71%	-7.11%	-11.66%
EPS（元）	0.20	0.34	0.41	0.38	0.33
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.71%	15.82%	16.05%	12.97%	10.28%
P/E	48	28	24	25	29
P/B	4.2	4.5	3.8	3.3	3.0

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 06 月 03 日收盘价

7.2.3、中科曙光：高性能服务器领跑者，云服务业务扬帆起航

公司 2018 年实现营业收入 90.57 亿元，同比增长 43.89%；归属于上市公司股东的净利润为 4.31 亿元，同比增长 122.73%。19 年 Q1 实现收入 22.42 亿元，同比增长 52.62%；实现净利润 2649 万元，同比增长 36.28%。

◆ 高端服务器龙头，转型“云计算服务商”：

公司高性能计算实力雄厚，是国内高端计算机、服务器、存储等硬件领域的主要供应商之一。大股东是中科院计算所，双方紧密合作发展核心技术，公司是计算所前沿技术转化和价值倍增的重要平台。根据 IDC 的数据，在 2008-2018 年期间，公司在国内高端计算机市场位居首位。在国内 X86 服务器市场，2018 年出货量排名第六。目前公司正逐步从“硬件提供商”向“云计算服务商”迈进。

◆ 提前布局“数据中国”服务载体，云服务业务扬帆起航：

2015 年，公司提出“数据中国”战略后，城市云中心布局加快。2016 年公司“数据中国加速计划”中明确提出“加速网络布局”的核心目标，并推出“城市云品牌连锁”的创新发展模式。截至 2018 年底，公司已累计建设 40 个城市云计算中心，初步形成了规模性云数据网络平台，并通过该平台全面参与各地智慧城市建设，形成了一整套智慧智慧建设的理论体系和行业应用解决方案。

◆ “数据中国智能计划”助力 AI 产品不断落地：

2017 年，公司发布“数据中国智能计划”，推出 AI 专用服务器和人工智能管理平台，联合产业链上下游企业进行协同研发和服务部署，进而促进人工智能在智慧城市、智能制造和数据密集型科学研究领域的深入应用。公司人工智能领域的 XSystem 深度学习计算平台的出货量保持高速增长。

◆ **投资建议：**考虑到公司控股子公司海光信息业务拓展顺利，上调 2019-2020 年归属于上市公司股东净利润预测分别为 6.41 和 8.76 亿元，同时预测公司 21 年归属于母公司净利润为 10.80 亿元，对应 EPS 分别为 1.00、1.36 和 1.68 元/股，维持“增持”评级。

◆ **风险提示：**云服务拓展不及预期；服务器竞争过于激烈导致毛利率下降；人工智能芯片研发不达预期的风险；海光信息业务拓展不及预期；市场整体估值水平下降。

表 8：中科曙光业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,294	9,057	12,255	16,004	19,851
营业收入增长率	44.36%	43.89%	35.31%	30.59%	24.04%
净利润(百万元)	309	431	641	876	1,080
净利润增长率	37.71%	39.43%	48.83%	36.73%	23.26%
EPS(元)	0.48	0.67	1.00	1.36	1.68
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.81%	11.28%	14.67%	17.14%	17.96%
P/E	80	57	39	28	23
P/B	7.8	6.5	5.6	4.8	4.1

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 06 月 03 日收盘价

7.2.4、启明星辰：企业信息安全龙头，再起新征程

◆企业信息安全龙头

启明星辰是国内企业信息安全龙头。2017 年市场占有率 5.6%，从 12 到 17 年连续六年位居第一，且多个子产品线（如 UTM、IDS/IPS、SOC 和数据安全产品）多年来也稳居行业第一，龙头地位稳固。近年来通过内生增长和外延式并购，公司不断完善信息安全产品线，已经可以较为完备地覆盖客户的网络安全需求。2018 年实现营收 25.22 亿元，同比增长 10.68%；净利润 5.69 亿元，同比增长 25.9%。19Q1 实现收入 3.47 亿元，同比增长 18.64%；实现归属于母公司净利润-4051 万元，利润亏损主要是受信息安全收入的季节性效应的影响。

◆信息安全上升到国家战略，行业有望维持高速增长

近年来信息安全事件频发，而且我国信息安全投入仅占总 IT 投入的 2%，远低于发达国家的 10% 左右的投入。我国 2017 年因网络犯罪导致经济损失高达 663 亿美元，位居全球第一。棱镜门之后，我国成立中央网络安全和信息化领导小组，信息安全已经上升到国家战略，多项政策出台支持信息安全产业发展，工信部对“十三五”期间增长速度有明确规划。2017 年信息安全市场规模达到 495 亿元，考虑到“十三五”前两年信息安全投入低，未来行业有望保持 20% 以上增速。行业趋势方面，新型安全领域不断涌现，安全服务市场份额有望不断提高。等保 2.0 的发布有望进一步提升信息安全行业的地位，推动信息安全在一些新兴领域的落地。

◆新兴安全领域和安全运营中心的布局提供新的增长点

公司近年来频频外延并购，完善公司产品线。其次，公司积极应对行业趋势，通过内部孵化和外部合作进入云安全和工控安全等新兴领域，并在 2018 年底之前已经在成都、济南、青岛、天津等 20 个城市建成/在建安全运营中心开展业务，未来有望成为公司的新的业绩增长点。2018 年公司三大战略新业务获得订单 4 亿元，确认收入 2 亿元。

◆投资建议：

看好公司作为信息安全龙头有望实现高于行业的增速，新兴安全领域和安全服务领域的业务布局带来业绩弹性。维持公司 19-21 年归属于母公司净利润分别为 7.05、8.88 和 11.15 亿元，对应的 EPS 分别为 0.79、0.99、1.24 元/股，维持“买入”评级。

◆风险提示：新兴安全领域拓展不及预期，安全服务市场发展不及预期，新技术发展不及预期。

表 9：启明星辰业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,279	2,522	3,182	4,028	5,075
营业收入增长率	18.22%	10.68%	26.19%	26.59%	25.97%
净利润(百万元)	452	569	705	888	1,115
净利润增长率	70.41%	25.90%	23.83%	26.10%	25.55%
EPS(元)	0.50	0.63	0.79	0.99	1.24
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.41%	15.85%	16.40%	17.14%	17.71%
P/E	48	38	31	25	20
P/B	7.0	6.1	5.1	4.2	3.5

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 06 月 03 日收盘价

7.2.5、南洋股份：防火墙龙头再起航

2018 年实现收入 63 亿元，同比增长 22.74%；实现净利润 4.85 亿元，同比增长 14.16%；19Q1 实现收入 10.50 亿元，同比增长 7.16%，实现净利润-8860 万元，利润亏损主要是受信息安全公司收入季节性效应的影响。

◆收购天融信，切入信息安全领域

南洋股份是一家成立于 1985 年，主要生产电线电缆以及配套生产电线电缆用 PVC 料等产品，是华南地区最大型生产电线电缆的企业。公司营收稳健增长，由 2013 年的 18.33 亿元增长到 2017 年 27.06 亿元，复合增长率 9.4%。13-16 年净利润维持在 5000 万-7000 万之间，增长不明显。2016 年 12 月，公司以 57 亿元的价格收购天融信 100% 股权，进军信息安全领域。

◆信息安全业务表现抢眼：

18 年收入稳健增长 22.74% 至 63 亿元，分业务板块来看，电线电缆业务实现收入 45.57 亿元，同比增长 14.85%；信息安全业务实现收入 17.30 亿元，同比大幅增加 49.40%，其中全资子公司天融信实现收入 17.40 亿元，同比增长 49%，实现净利润 4.97 亿元，同比增长 21%，利润增速低于收入增速主要是因为低毛利率的集成业务占比提升。信息安全业务表现抢眼，主要有几方面原因：1、公司加大在云安全、数据安全、工控安全、自主可控和下一代互联网安全、物联网安全、终端威胁防护方面持续投入，陆续推出相关安全产品和解决方案；2、公司近年来大力开展信息安全集成业务。3、传统的防火墙业务开展顺利，市场份额由 2017 年的 20.3% 提升到 2018 年的 22.4%，市场地位进一步提升。

◆投资建议：

维持公司 19-21 年归属于母公司的净利润预测分别为 4.18、5.65 和 7.03 亿元，对应的 EPS 分别为 0.36、0.49、0.61 元/股。看好公司作为防火墙龙头受益行业整体快速增长和公司在云安全、数据安全和工控安全等新兴领域的布局，维持“增持”评级。

◆风险提示：

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

表 10：南洋股份业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,133	6,300	7,191	8,236	9,332
营业收入增长率	78.81%	22.74%	14.14%	14.53%	13.31%
净利润(百万元)	425	485	418	565	703
净利润增长率	504.84%	14.16%	-13.88%	35.27%	24.41%
EPS(元)	0.37	0.42	0.36	0.49	0.61
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.29%	5.91%	4.84%	6.14%	7.10%
P/E	39	34	40	29	24
P/B	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 06 月 03 日收盘价

7.2.6、用友网络：云业务持续高增长

公司 2018 年实现营收 77.03 亿元，同增 21.4%；归属于上市公司股东净利润 6.12 亿元，同增 57.3%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润为 5.32 亿元，同增 81.6%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益和股权激励成本的净利润为 7.66 亿元，同增 57.0%。19Q1 实现收入 12.52 亿元，同比增长 16.57%；实现归属于上市公司股东的净利润 8221 万元，同比增长 176.15%。

◆国内管理软件龙头，云业务高增长持续

公司是国内管理软件龙头，搭建了软件、企业级互联网服务和互联网金融三大业务板块。其中软件是公司的传统优势领域，在国内企业管理软件市场拥有最大的份额和最多的客户，并成为了公司拓展企业级 SaaS 服务的入口。公司云服务业务包括云平台、领域云、行业云、畅捷通云和云市场五部分。分板块来看，2018 年公司软件业务实现收入 55.78 亿元，同增 8.7%；云业务实现收入 8.51 亿元，同增 108.0%，收入占比持续提升；支付服务收入 1.55 亿元，同增 81.8%；互联网投融资信息服务收入 10.88 亿元，同增 51.8%。

◆云战略持续推荐，生态渐具雏形

18 年以来公司相继推出 U8-cloud、NC-cloud 等云-ERP 新产品，驱动云业务收入持续高速增长，现金流、预收账款等先行指标逐季验证模式变革持续深化。在产业互联网大背景下，公司具备不可替代的核心产业价值，兼备卡位、产品和人才优势，打造企业服务生态圈，支撑软件、云业务和金融服务三大业务协同发展。

◆投资建议：

维持公司 2019-2021 年收入预测分别为 92.97 亿元、110.39 亿元和 130.83 亿元；维持 19-21 年归属于母公司净利润预测分别为 8.75、11.51 和 14.21 亿元，对应 EPS 为 0.46、0.60 和为 0.74 元/股。基于看好公司云业务持续推进及产业核心价值，维持“买入”评级。

◆风险提示：

公司新业务发展的不确定性；受经济形势因素影响而导致的部分企业 IT 支出放缓的风险；金融服务业务受宏观政策影响的风险。

表 11：用友网络业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,344	7,703	9,297	11,039	13,083
营业收入增长率	24.06%	21.44%	20.69%	18.74%	18.51%
净利润(百万元)	389.08	612.13	874.96	1,151.41	1,421.35
净利润增长率	97.11%	57.33%	42.94%	31.60%	23.44%
EPS(元)	0.20	0.32	0.46	0.60	0.74
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.65%	9.32%	12.47%	15.26%	17.22%
P/E	113	72	50	38	31
P/B	7	7	6	6	5

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 06 月 03 日收盘价

7.2.7、深信服：产品与市场双驱动，云业务打开新空间

公司 2018 年实现营收 32.24 亿元，同增 30.4%；实现归属于上市公司股东净利润 6.03 亿元，同增 5.1%。19Q1 实现收入 6.42 亿元，同比增长 21.56%；实现归属于上市公司股东净利润-3507 万元，利润亏损主要是受信息安全业务的收入季节性的影响。

◆多领域市场领先，云业务占比上升

深信服成立于 2000 年，2002 年正式推出 IPSec VPN 产品进入安全市场，2013 年发布桌面云产品进入云计算市场，同年推出支持广告营销推送功能的企业无线产品进入企业无线市场，形成安全业务、云业务和企业无线业务三大板块业务布局。截止 2017 年底，公司安全业务的上网行为管理、SSL VPN 等产品国内份额第一，下一代防火墙国内份额第二。云业务的核心超融合架构 2017 年国内份额第三；企业级 WLAN 产品 2018Q1 市场份额第三。

公司 2018 年信息安全业务实现营收 18.92 亿元同增 24.55%，收入占比由 61.4%降为 58.7%；云计算业务实现营收 8.67 亿元同增 59.2%低于预期，收入占比由 22.0%升至 26.9%；企业级无线业务实现营收 3.94 亿元同增 18.3%，收入占比由 13.5%降为 12.2%。综合毛利率下降 2.2 个百分点为 73.3%，主要是毛利率较低的云业务收入占比上升所致。

◆企业文化凝聚成长动力，高研发投入为发展保驾护航

公司坚持客户导向、持续创新、集体奋斗、成就员工、利益共享的企业文化，形成良好的客户口碑和强大的代理商渠道，保持核心管理团队稳定，激发员工创新活力。公司高额研发投入保障产品推陈出新，先后发布企业分布式存储产品 EDS、安全托管服务 MSS、新一代安全架构、桌面云 vGPU 方案等产品。2018 年 VPN 市场占有率延续第一，下一代防火墙产品蝉联第二。2018H1 超融合软件市场占有率 15%并列第二，超融合整体市场占有率 12%排名前三，增长率 233%排名第一。

◆投资建议：

维持公司 2019-2021 年归属于上市公司股东净利润预测分别为 8.04、10.62 和 14.07 亿元，对应 EPS 分别为 1.80、2.38、3.15 元/股。基于看好超融合市场潜力和公司竞争优势，维持“买入”评级。

◆风险提示：超融合市场竞争加剧的风险，新产品推广不达预期的风险。

表 12：深信服业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,472	3,224	4,237	5,553	7,242
营业收入增长率	41.28%	30.41%	31.39%	31.07%	30.41%
净利润（百万元）	573.52	603.28	803.95	1,062.04	1,407.17
净利润增长率	122.67%	5.19%	33.26%	32.10%	32.50%
EPS（元）	1.29	1.35	1.80	2.38	3.15
ROE（归属母公司）（摊薄）	32.95%	17.55%	14.14%	15.93%	17.66%
P/E	67	64	48	37	28
P/B	24	12	7	6	5

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 06 月 03 日收盘价

7.2.8、广联达：建筑信息化龙头，云业务再启华章

公司 2018 年实现营收 29.04 亿元，同比增长 23.24%；实现归属于上市公司股东的净利润为 4.39 亿元，同比下降 7.02%。19Q1 实现收入 4.73 亿元，同比增长 38.81%；实现归属于母公司净利润 5536 万元。

◆建筑信息化龙头，积极布局新兴业务：

公司是国产建筑信息化龙头，工程造价软件相关产品市占率国内居首，多项技术世界领先。为把握互联网+建筑的行业契机，成为全球领先的数字建筑服务提供商，公司产品覆盖范围由单一预算软件拓展到包含工程造价、工程施工、工程信息、电子商务、产业金融、电子政务等产品及服务，提供建筑全生命周期的解决方案，不断拓展成长空间。

◆传统工程造价软件 SaaS 化转型效果显著：

公司 2015 年提出向“云+端”模型转变，2017 年在全国 6 个试点地区稳步推行工程造价业务的云转型试点，即商业模式由销售软件产品逐步转向提供服务的 SaaS 模式。截至 2018 年末，公司云业务转型地区已扩大至 11 个，转型业务范围由工程计价业务扩展至全造价业务。云转型效果显著，18 年云业务确认收入 3.7 亿元，同比增长 717%，云业务已占总收入的 13%；同时 2018 年新签云合同金额 6.55 亿元，同比增长 274%，期末云相关的预收款项余额 4.14 亿元，同比增长 219%；转型地区用户转化率、续费率持续提升，截至 18 年末，老转型 6 个地区计价用户转化率及续费率均超过 85%，新转型 5 个地区的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%。

◆投资建议：

维持公司 19-21 年归属于上市公司股东净利润分别为 4.95、6.21 和 8.15 亿元，对应 EPS 分别为 0.44、0.55、0.72 元/股。看好公司成长为数字建筑平台服务商龙头和 SaaS 化转型的标杆企业，维持“增持”评级。

◆风险提示：

工程造价产品云转型不及预期；工程施工业务拓展不及预期；市场整体估值水平下降。

表 13：广联达业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,357	2,904	3,333	3,845	4,462
营业收入增长率	15.56%	23.24%	14.76%	15.37%	16.03%
净利润（百万元）	472	439	495	621	815
净利润增长率	11.62%	-7.02%	12.76%	25.38%	31.22%
EPS（元）	0.42	0.39	0.44	0.55	0.72
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.31%	13.75%	14.30%	16.23%	18.87%
P/E	66	71	63	51	38
P/B	10.2	9.8	9.1	8.2	7.3

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 06 月 03 日收盘价

7.2.9、泛微网络：国内 OA 龙头企业，云业务推广效果显著

公司 2018 年实现营收 10.04 亿元，同比增长 42.51%；实现归属于母公司所有者的净利润为 1.14 亿元，同比增加 31.64%；经营活动产生的现金流净额 2 亿元，同比增长 27.58%；预收款增长 23.21%至 5.3 亿元，各项财务指标继续稳步增长。19Q1 实现收入 2.05 亿元，同比增长 30.9%；实现归属于上市公司股东的净利润为 1933 万元，同比增长 37.79%。

◆国内 OA 龙头企业，财务表现强劲

泛微网络成立于 2001 年，是国内从事协同管理和移动办公软件产品的研发、销售及相关技术服务的唯一一家上市公司。截至目前，公司已在全国拥有 20000 多家客户，其中大中型企业客户 8,000 多家，销售额稳居行业第一，是国内 OA 龙头企业。

公司 18 年总体营收同比增长 38.82%，继续延续此前的高速增长态势。分业务板块看，自行开发软件产品增长 33%至 6.75 亿元，其中 e-cology 和 e-office 产品分别增长 33%和 31%；受益于老客户贡献收入占比提升和云业务拓展顺利，公司技术服务收入增长 63%至 3.44 亿元，收入占比也由 17 年的 30%提升至 18 年 34%。18 年整体毛利率 95.80%，同升 0.39 个百分点，基本维持稳定。

◆云业务推广效果显著，产品不断迭代升级：

为加速 SaaS 产品 eteams 的推广，公司于 18 年 3 月启动鲲鹏计划，并在百城开展产品体验会，企业微信 7 月新增 1 亿元扶持基金合作加入推广。云产品推广效果显著，该业务收入增速高于整体收入增速。公司产品也在不断迭代升级，18 年 9 月公司推出新一代“智能化、平台化、全程电子化”的 OA 产品——e-cology9.0；公司推出的小 e 智能语音辅助系统，并对 7 大引擎进行了迭代升级，也完成了电子签约等领域的布局和导入。

◆投资建议：

维持公司 19-21 年归属于上市公司净利润预测分别为 1.46、1.83 和 2.25 亿元，对应的 EPS 分别为 1.42、1.78、2.19 元/股。我们看好公司作为 OA 龙头企业营收增速快于行业增速、e-cology 受益潜在客户数量增长和云业务加速发展带来估值提升，维持“增持”评级。

◆风险提示：传统 OA 拓展后期效果不及预期，行业增速不及预期，云 OA 推广不及预期，市场整体估值水平下降。

表 14：泛微网络业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	704	1,004	1,374	1,770	2,209
营业收入增长率	52.66%	42.51%	36.88%	28.86%	24.81%
净利润（百万元）	87	114	146	183	225
净利润增长率	33.35%	31.64%	27.20%	25.66%	22.87%
EPS（元）	0.85	1.12	1.42	1.78	2.19
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.68%	15.81%	17.05%	17.94%	18.38%
P/E	73	56	44	35	28
P/B	10.8	8.8	7.5	6.2	5.2

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 06 月 03 日收盘价

7.2.10、科大讯飞：经营活动净现金流创新高，AI 应用渐入佳境

公司 2018 年实现营收 79.17 亿元，同增 45.4%，实现归属于上市公司股东的净利润 5.42 亿元，同增 24.7%。2019Q1 实现营收 19.58 亿元，同增 40.1%，实现归属于上市公司股东的净利润 1.02 亿元，同增 24.3%。

◆经营活动净现金流创新高，AI 应用渐入佳境

公司基于核心 AI 能力自 2015 年以后打造的行业应用渐入佳境，合计实现收入 27.4 亿元占公司总营收的 35%同增 127%，其中政法业务实现营收 10.36 亿元同增 86%，移动互联网产品及服务实现营收 2.09 亿元同增 3.69 倍，开放平台实现营收 6.84 亿元同增 1.25 倍，智能硬件实现营收 8.13 亿元同增 1.72 倍。此外教育产品及服务实现营收 20.15 亿元同增 44.93%超预期，智能客服实现营收 2.42 亿元同增 56.1%。经营活动净现金流 11.48 亿元同增 2.17 倍创历史新高。

公司 18 年销售费用率和管理费用率分别为 21.8%、23.8%，相比 2017 年上升 1.4、2.2 个百分点。2019Q1 销售费用率和管理费用率分别为 18.8%、29.8%，相比 2018 年同期分别下降 4.3 个百分点、上升 6.5 个百分点，随着渠道建设人员增速趋缓，费用将逐季改善。

◆持续打造新增长点支撑成长性，长短逻辑兼备的战略标的

公司在保持核心技术领先的同时，2015 年后持续打造出智能硬件、开放平台大数据、政法等核心赛道业务，且成为驱动公司加速成长的重要成长极。展望 2019 年，除翻译机、讯飞听见、庭审转写系统等明星产品预计将持续亮眼之外，智能审讯系统、辅助判案系统等新品有望成为增长的重要驱动力。而在物联网逐步渗透的背景下，语音交互将成为核心的交互手段之一，公司深耕行业积累的经验 and 领先优势，结合开放平台打造的生态基础，行业应用的多点开花将直接受益。

◆投资建议：

维持公司 2019-2021 年归属于母公司净利润分别为 10.58、14.48 和 18.98 亿元，对应 2019-2021 年 EPS 为 0.38、0.52、0.68 元/股，维持“增持”评级。

◆风险提示：

智课产品推广不达预期，费用率持续较高，市场竞争加剧。

表 15：科大讯飞业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	5,445	7,917	11,115	15,178	20,273
营业收入增长率	63.97%	45.41%	40.39%	36.55%	33.57%
净利润（百万元）	434.68	542.07	1,058.16	1,448.33	1,897.86
净利润增长率	-10.27%	24.71%	95.21%	36.87%	31.04%
EPS（元）	0.16	0.19	0.38	0.52	0.68
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.63%	6.80%	10.40%	12.79%	14.80%
P/E	182	153	77	56	43
P/B	11	11	9	8	7

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 06 月 03 日收盘价

7.2.11、汉得信息：企业数字化转型全面服务能力提供商

2018 年实现收入 28.65 亿元，同比增长 23%，实现归属于母公司净利润 3.87 亿元，同比增长 19.50%。19Q1 实现收入 7.02 亿元，同比增长 32%；实现归属于母公司净利润 6581 万元，同比增长 10.24%。

◆公司以 ERP 实施起家，现已全面布局企业数字化转型服务提供：

公司 2018 年收入和利润维持持续稳健的增长态势。其中 ERP 实施业务收入占比四成左右，且 70% 的收入来自老客户新需求，仅 10% 左右是原厂推荐来源，因此 SAP 终止软件代理影响有限。我们详细测算了在不同情景假设下代理终止对公司与 SAP 相关的三部分业务的影响，进而对于公司整体收入的影响发现，最悲观假设下对于公司 2019 年收入边际影响仅 5% 左右。

◆制造企业信息化市场布局完备，充分受益制造业升级浪潮：

公司从 ERP 实施起家，向前布局汉得协同制造 HCM 方案，集成 APS、MES、WMS、QMS、PCS 等 7 大模块，向后以客户需求为导向推出一站式商旅及费用管理平台汇联易、供应商管理平台云 SRM 等自主产品，近年均呈现良好的成长势头。公司作为本土知名的企业实施服务商，能第一时间感知客户需求变迁，围绕客户需求进行产品布局，与企业信息化渗透过程共同成长。如我们前文分析，制造企业信息化正在从单一覆盖向内部集成跃迁，部门信息化也由管理信息化向生产加工环节信息化迭代，最终将实现协同化智能化目标，能够顺应这一浪潮的公司无疑将充分受益。

◆投资建议：

由于公司以通用型产品为主，受宏观经济影响较大，考虑到近期宏观经济波动的压力较大，下调公司 2019-2021 年归属于上市公司股东净利润为 4.59 和 5.46 亿元，同时预测公司 21 年归属于上市公司股东净利润为 6.59 亿元，对应 19-21 年 EPS 分别为 0.52、0.62、0.74 元/股，维持“买入”评级。

◆风险提示：

宏观经济波动的风险，SAP 事件影响超预期的风险。

表 16：汉得信息业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,325	2,865	3,507	4,274	5,168
营业收入增长率	35.95%	23.24%	22.39%	21.88%	20.91%
净利润（百万元）	324	389	459	546	659
净利润增长率	34.12%	19.50%	18.56%	19.04%	20.71%
EPS（元）	0.36	0.44	0.52	0.62	0.74
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.16%	13.14%	12.80%	13.34%	14.00%
P/E	38	31	27	22	19
P/B	5.0	4.2	3.4	3.0	2.6

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 06 月 03 日收盘价

7.2.12、赛意信息：外延实现板块布局，合纵连横助推成长

2018 年实现收入 9.10 亿元，同比增长 28.30%；实现归属于上市公司股东净利润为 1.14 亿元，同比增长 12.41%。19Q1 实现收入 2.06 亿元，同比增藏 33.17%，实现归属于母公司净利润为-320 万元。

◆ERP 实施领先企业，外延实现板块布局：

公司以 Oracle-ERP 实施起家，2018 年以 1.33 亿元人民币自有资金收购景同科技 51% 股权进军 SAP-ERP 实施市场，带来新的增长点。同时公司通过产业基金的形式投资智思信息、商越网络等 SAAS 标的，加大企业级服务领域布局。

◆智能制造板块高速增长：

公司 2012 年开始布局面向离散制造行业的 MES 产品研发，目前形成智能制造解决方案 SIEMOM 集成计划排程(APS)、物流管理(WMS)、生产管理(MES)、品质管理(QMS)、设备管理(PMS)、运营管理(MI)共六大核心业务模块。实施与应用行业包括家电、装备机加工、五金卫浴、电子、新能源等，典型客户包括美的、欣旺达、松下、索菲亚、vivo 等多家集团制造型企业。在产品选择上，公司是自主产品和与西门子合作两种方案，结合客户需求及特征进行产品选型和方案制定。2017 年公司智能制造板块实现收入超过 1.47 亿元，同增 100%。同时公司打造工业手环产品，采集工业设备振动等数据上传云端，通过数据分析进行实时预防性检测，助力客户进行设备前瞻性管理，持续探索在工业互联网领域的场景应用。

◆投资建议：

由于公司以通用型产品为主，受宏观经济影响较大，考虑到近期宏观经济波动的压力较大，下调公司 2019-2020 年归属于上市公司股东净利润为 1.36 和 1.67 亿元，同时预测 21 年归属于上市公司股东净利润为 2.10 亿元，对应 19-21 年 EPS 分别为 0.94、1.15、1.45 元/股，维持“买入”评级。

◆风险提示：

宏观经济波动的风险，景同科技融合的风险。

表 17：赛意信息业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	709	909	1,099	1,324	1,593
营业收入增长率	15.85%	28.30%	20.85%	20.46%	20.31%
净利润（百万元）	101	114	136	167	210
净利润增长率	23.18%	12.41%	19.96%	22.37%	25.85%
EPS（元）	0.70	0.78	0.94	1.15	1.45
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.21%	13.16%	13.61%	14.45%	15.59%
P/E	21	19	16	13	10
P/B	2.8	2.5	2.1	1.8	1.6

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 06 月 03 日收盘价

7.2.13、生意宝：国内领先的 B2B 运营商，供应链金融业绩有望兑现

公司 2018 年实现营业收入 4.27 亿，同比增长 18.08%；实现归属上市公司股东净利润 3485 万元，同比增长 81.79%。19Q1 实现营业收入 8439 万元，同比增长 9.45%，实现归属上市公司股东净利润 1027 万元，同比下滑 21.34%。

◆国内领先的 B2B 运营商，大宗商品供应链综合服务生态圈建设完备

公司是国内最大行业电子商务运营商和领先的综合 B2B 运营商，以化工和纺织等专业网站起家，逐步发展成为集信息流、物流、资金流为一体的综合服务商，并已基本打造了全球领先的“大宗商品供应链综合服务生态圈”，形成了全行业、全产业链上下游的“闭环”服务体系，从信息服务延展到交易撮合、融资、物流等方面。公司主要业务包括化工行业、纺织行业的商务资讯服务、网站建设和维护服务以及广告服务。18 年公司营收同比增长 18%，继续保持稳健增长。分业务板块来看，化工贸易、网络基础服务和网络信息推广服务增长较快，较上年分别增长 23%、10%和 43%。

◆供应链金融发展顺利，商业模式迎来重大突破：

2018 年公司通过召开传统企业销售在线化和金融推荐会的形式，让越来越多的核心企业对销售的在线化和供应链金融的在线化从陌生了解，到积极参与其中。2018 年受金融去杠杆等影响公司供应链金融发展并不是很快。2019 年一季度看到加速迹象，公司一季度末的预收账款比期初增长 33.6%，已赚保费同比增长 50.5%。反应了公司的核心企业销售 SaaS 平台和融资担保业务开始恢复和加速。3 月 28 日，公司携手安徽蚌埠融资担保集团有限公司共同打造蚌埠供应链金融服务中心，该模式将由第三方平台提供担保，打破公司担保总额的天花板，带来空间的突破；此外，这还将助力公司由部分风险承担的角色转变成纯粹的平台服务提供商，带来估值的提升。

◆投资建议：看好公司作为国内最大行业电子商务运营商和领先的综合 B2B 运营商的引流效果和发力供应链金融带来的业绩变现，维持公司 19-21 年归属于上市公司股东净利润的预测分别为 0.76、1.21 和 1.96 亿元，对应的 EPS 分别为 0.30、0.48、0.78 元/股，维持“增持”评级。

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

表 18：生意宝业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	361	420	486	560	678
营业收入增长率	11.63%	16.20%	15.78%	15.33%	21.02%
净利润（百万元）	19	35	76	121	196
净利润增长率	51.90%	81.79%	118.66%	58.53%	62.19%
EPS（元）	0.08	0.14	0.30	0.48	0.78
ROE（归属母公司）（摊薄）	2.31%	4.10%	8.34%	11.95%	16.75%
P/E	308	170	78	49	30
P/B	7.1	6.9	6.5	5.8	5.1

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 06 月 03 日收盘价

7.2.14、思创医惠：智慧医疗板块呈高景气，静待商业智能景气回暖

公司 2018 年公司实现营收 12.95 亿元，同增 16.4%，实现归属于上市公司股东净利润 1.43 亿元，同增 10.1%，实现归属于上市公司股东扣除非经常损益后的净利润 1.30 亿元，同增 20.2%。19Q1 实现收入 3.03 亿元，同比增长 28.37%；实现归属于上市公司股东的净利润为 2880 万元，同比增长 27.73%。

◆智慧医疗景气度持续，商业智能维持稳健

分业务板块看，18 年公司智慧医疗实现营收 5.63 亿元同增 36%，相比 2017 年同期的 21% 增速进一步上升；商业智能实现营收 7.32 亿元同增 5%，相比 2017 年同期的下降 7% 景气度亦有所好转，但毛利率由同期的 34.3% 下降到 31.3%，主要受收入结构变化及市场竞争所致。公司销售费用率和管理费用率维持稳定，财务费用上升较快，随着增发完成预计将有显著改善。同时受分期还款项目增加、项目规模变大回款周期更长等因素的影响，公司经营活动净现金流由 2017 年同期的 1.84 亿元下降为-225 万元。

◆智慧医疗景气度持续，静待商业智能业务回暖

公司的“智能开放平台+微小化应用”医院整体解决方案能够有效解决医院信息孤岛难题，合作的多个微小化应用如“智能护理”、“排班管理”、“云随访”等借助阿里钉钉平台，在多个医院落地使用。智慧医疗板块订单总金额及平均金额显著上升，实施多个以智能开放平台为核心的智慧医院解决方案项目。而 RFID 及集成系统是新零售业态中货品识别和管理的重要支撑，公司先后推出可实现商品自助结账开锁的智能结账设备、通过 IOT+AI 技术采集客户消费行为数据的智能促销货架等产品获得市场广泛关注。随着新零售对传统零售业态变革深化，叠加公司内部协同效应提升，商业智能板块有望迎来更好的发展机遇。

◆投资建议：

维持公司 2019-2021 年归属上市公司股东净利润分别为 1.94 亿元、2.56 亿元和 3.33 亿元，对应 19-21 的 EPS 分别为 0.24、0.32、0.41 元/股，维持“增持”评级。

◆风险提示：RFID 标签价格下降的风险，医疗领域竞争加剧的风险。

表 19：思创医惠业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,112	1,295	1,528	1,810	2,151
营业收入增长率	2.04%	16.40%	18.05%	18.43%	18.86%
净利润(百万元)	130.26	143.47	194.17	256.07	333.22
净利润增长率	-30.70%	10.14%	35.33%	31.88%	30.13%
EPS(元)	0.16	0.18	0.24	0.32	0.41
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.32%	6.55%	8.19%	9.85%	11.51%
P/E	58	51	38	29	22
P/B	3.8	3.6	3.3	3.0	2.7

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 06 月 03 日收盘价

7.2.15、卫宁健康：医疗 IT 领先企业，创新业务有期待

2018 年实现收入 14.38 亿元，同比增长 19.52%；实现归属于母公司的净利润为 3.03 亿元，同比增长 32.42%。19Q1 实现收入 2.47 亿元，同比增长 20.10%，实现归属于母公司的净利润为 5746 万元，同比增长 42.08%。

◆高速成长的医疗 IT 领域的领先企业

公司是国内第一家专注于医疗健康信息化的上市公司，上市后通过内生和外延双驱动的方式不断拓展市场覆盖面，截止到 2018 年，覆盖的医疗机构客户数近 6000 家，是客户行业覆盖最广的公司之一。2018 年公司实现收入 14.39 亿元，同增 19.5%；实现归属于母公司股东的净利润 3.03 亿元，同增 32.4%。2013-2018 五年收入复合增速为 32.8%，利润复合增速为 30.3%，体现出良好的成长性。

◆医疗信息化与互联网+健康服务双轮驱动，4+1 战略持续推进

公司自 2015 年启动“双轮驱动”发展战略，在夯实医疗信息化发展的基础上，以 4+1 为抓手推动互联网+健康服务业务发展。其中纳里健康实现营收 5518 万元同增 70.8%，卫宁互联网实现营收 1884 万元同增 6.2 倍。云医对接医疗机构超过 2000 家，服务患者突破 1 亿人次；云药合作药房超过 7 万家，平台整体交易额超过 4.5 亿元；云险自 2017 年投入运营以来，交易金额超 80 亿元，交易笔数超过 5000 万笔；云康连接超过 1500 家医院及体检中心，年体检服务超过 32 万人次。创新业务整体呈现出高速发展的态势。

◆投资建议：

考虑到创新业务扭亏为盈略低于预期，下调公司 2019-2020 年归属于上市公司股东净利润为 4.02 和 5.30 亿元，同时预测 21 年归属于上市公司股东的净利润为 6.80 亿元。对应 2019-2021 年 EPS 分别为 0.25、0.33、0.42 元/股，维持“增持”评级。

◆风险提示：

电子病历推进不达政策预期，系统性波动风险。

表 20：卫宁健康业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,204	1,439	1,927	2,512	3,220
营业收入增长率	26.12%	19.52%	33.96%	30.32%	28.18%
净利润(百万元)	229	303	402	530	680
净利润增长率	-55.84%	32.42%	32.45%	31.84%	28.43%
EPS(元)	0.14	0.19	0.25	0.33	0.42
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.82%	9.68%	11.15%	12.95%	14.42%
P/E	87	65	49	37	29
P/B	7.6	6.3	5.5	4.8	4.2

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 06 月 03 日收盘价

7.2.16、新大陆：布局数字乡村迎来政策风口，CTID 有望带来百亿市场增量

公司 2018 年实现营收 57.60 亿元，同增 18.6%；实现归属上市公司股东净利润 5.86 亿元，同降 10.4%。2019Q1 实现营收 12.15 亿元，同增 4.8%；实现归属上市公司股东净利润 2.48 亿元，同增 27.6%。19Q1 实现营收 13.13 亿元，同比增长 10.62%；实现归属于上市公司股东净利润为 2.48 亿元，同比增长 27.63%。

◆布局数字乡村迎来政策风口：

5 月 16 日，中央办公厅、国务院办公厅印发了《数字乡村发展战略纲要》，纲要中提出要加快乡村信息基础设施建设，发展农村数字经济，缩小城乡“数字鸿沟”，是未来数字乡村的纲领性文件。我国农村地区信息基础设施不完善，数字经济发展落后。随着相关政策的落地，农村地区数字经济或将补齐短板，相关公司有望持续受益。公司子公司益农公司系由广东省农业农村厅遴选的唯一一家全省“信息进村入户工程”的运营商，承担广东省益农信息公共服务平台的搭建与运营，2018 年公司已完成广东省 8833 家益农信息社的申报和认定，实现全省 40%以上行政村覆盖，数字乡村政策的加速落地有望为公司带来新的业绩增长点。

◆CTID 有望带来百亿市场增量：

CTID 二维码普通的读码设备可以读取，但是不能鉴别其真伪，未来严肃场景的 CTID 将使用目前新大陆独家的安全读码芯片进行鉴伪识读。根据身份证读取设备的数量，识读芯片或模块这个数量上应该是千万级别，市场规模应该是几十亿的市场，未来长期有望独占。还包括各种机具功能升级，比如酒店用 pos 可以集成 CTID 读取以及人脸识别；警用设备可以集成 CTID 读取，不用身份证可以直接实现实人检验。另外各种线上线下系统应用开发，估计未来百亿市场级别。

◆投资建议：

维持公司 2019-2021 年摊薄后的 EPS 分别为 0.72、0.87 和 1.08 元/股。看好公司 POS 机具行业领先地位及商户运营业务的长期价值、CTID 快速推进和数字乡村政策落地带来的业绩弹性，维持“买入”评级。

◆风险提示：智能 POS 行业竞争加剧，收单费率下降，坏账率持续上升。

表 21：新大陆业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,856	5,760	7,970	10,297	13,400
营业收入增长率	37.02%	18.61%	38.38%	29.19%	30.14%
净利润(百万元)	654.08	585.84	780.15	944.38	1,177.30
净利润增长率	41.78%	-10.43%	33.17%	21.05%	24.66%
EPS(元)	0.60	0.54	0.72	0.87	1.08
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.53%	11.14%	12.01%	12.82%	13.92%
P/E	28	31	24	19	16
P/B	3.9	3.6	2.9	2.6	2.3

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 05 月 21 日收盘价

7.2.17、新北洋：成长动力充足

公司 2018 年实现营收 26.35 亿元，同增 41.6%；实现归属于上市公司股东净利润 3.80 亿元，同增 32.8%；实现归属于上市公司股东扣除非经常损益后的净利润 3.67 亿元同增 35%。19Q1 实现收入 5.52 亿元，同比增长 3.14%；实现归属于母公司股东净利润为 7034 万元。

◆战略新兴行业收入占比进一步提升：

2018 年，公司战略新兴行业(金融、物流、新零售)实现营收 19.86 亿元同增 58.7%，收入占比 75.4%上升 8.1 个百分点；传统行业实现营收 6.49 亿元同增 6.6%。综合毛利率 43.1%下降 1 个百分点，主要是毛利率偏低的新零售业务收入占比提升。销售费用率 11.5%上升 1.8 个百分点，管理费用率 17.2%下降 1.2 个百分点。经营活动净现金流 1.7 亿元同降 60.1%，同期应收票据和应收账款 8.16 亿元同增 44.5%，根据公司历史数据及业务变化，估计主要是新零售业务客户账期与原有业务账期不一致所致。

◆成长动力充足：

公司基于核心模块拓展金融、物流、新零售下游行业，在无人化大势趋势背景下具备长期成长逻辑，但受客户招标安排及市场推进进度等因素影响，公司下游需求波动带来一定不确定性。展望 2019 年，在国家金融标准落地、清分机替换、STM 需求高景气的背景下，金融领域需求转暖确定性高，同行公司数据已初见端倪。无人售货柜整体市场预计 2018 年维持超过 60% 的高速增长，在中国不到 60 万台的保有量叠加巨头入局大力推进的背景下，未来成长性仍值得期待。物流业务一方面包括计泡称重分拣等新设备市场表现良好贡献新增量，另一方面智能快件柜突破新客户，两者综合作用下预计仍将维持良好增长态势。

◆投资建议：

维持公司 2019-2021 年归属于上市公司股东净利润为 5.19、6.4 和 7.62 亿元。对应 2019-2021 年 EPS 为 0.74、0.91、1.09 元/股，看好公司持续向下游应用拓展的未来机遇，维持“买入”评级。

◆风险提示：物流行业新产品推进不达预期的风险，自动售货机市场竞争加剧的风险。

表 22：新北洋业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,860	2,635	3,595	4,500	5,402
营业收入增长率	13.79%	41.64%	36.41%	25.20%	20.03%
净利润(百万元)	286	380	519	640	762
净利润增长率	26.11%	32.82%	36.41%	23.33%	19.09%
EPS(元)	0.41	0.54	0.74	0.91	1.09
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.12%	11.89%	12.96%	14.12%	14.77%
P/E	29	22	16	13	11
P/B	3.5	2.8	2.2	2.0	1.7

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 06 月 03 日收盘价

8、风险提示

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

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

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

行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	目标价(元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
				18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E	本次	变动
自主可控														
300659	中孚信息	37.31	23.04	0.32	0.69	0.97	117	54	38	11.5	9.1	7.4	买入	维持
000066	中国长城	9.58	5.00	0.34	0.41	0.38	28	24	25	5.5	3.8	3.3	增持	维持
603019	中科曙光	38.38	28.35	0.48	0.91	1.25	80	42	31	10.9	6.2	5.3	增持	维持
信息安全														
002439	启明星辰	24.36	31.60	0.63	0.79	0.99	38	31	25	6.1	5.1	4.2	买入	维持
002212	南洋股份	14.45	16.74	0.42	0.36	0.49	34	40	30	2.4	1.9	1.8	增持	维持
云计算														
300454	深信服	86.88	111.71	1.50	1.80	2.38	58	48	36	10.6	6.8	5.8	买入	维持
600588	用友网络	22.84	22.94	0.25	0.46	0.60	93	50	38	9.7	6.2	5.8	买入	维持
002410	广联达	27.83	29.37	0.39	0.44	0.55	71	63	50	10.2	9.1	8.2	增持	维持
603039	泛微网络	62.17	34.60	0.75	1.42	1.79	82	44	35	12.7	7.5	6.2	增持	维持
人工智能														
002230	科大讯飞	29.16	25.00	0.26	0.38	0.52	113	77	56	9.6	8.0	7.2	增持	维持
智造信息化														
300170	汉得信息	13.83	12.98	0.44	0.58	0.72	32	24	19	4.2	4.1	3.5	买入	维持
300687	赛意信息	14.65	14.01	0.52	0.96	1.22	28	15	12	3.7	2.1	1.8	买入	维持
医疗IT														
300078	思创医惠	9.21	16.76	0.18	0.24	0.32	52	38	29	3.4	3.1	2.9	增持	维持
300253	卫宁健康	12.21	13.50	0.19	0.27	0.36	65	45	33	7.3	5.6	4.9	增持	维持
小微金融														
002095	生意宝	23.38	22.00	0.14	0.30	0.48	170	78	49	11.6	6.5	5.8	增持	维持
景气细分														
000997	新大陆	16.94	18.24	0.56	0.72	0.87	30	24	19	4.0	2.8	2.5	买入	维持
002376	新北洋	11.80	19.57	0.57	0.74	0.91	21	16	13	2.9	2.1	1.8	买入	维持

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为2019年06月03日

行业及公司评级体系

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

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

分析、估值方法的局限性说明

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

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

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

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

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

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

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

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

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼