

坚持主线，择优赛道

最近一年行业指数走势



联系信息

赵成

分析师

SAC 证书编号: S0160517070001

zhaoc@ctsec.com

蒋领

联系人

jiangling@ctsec.com

021-68592267

相关报告

- 《供应链金融被高度重视，科创板下周开市：计算机行业周报（7/15-7/19）》
2019-07-22
- 《金融科技发展规划将出台，谷歌加大云计算布局：计算机行业周报（7/8-7/12）》
2019-07-16
- 《科创板上市在即，25 家公司整装待发：科创板双周报》
2019-07-12

● 坚持两条主线，寻找“高优”赛道

2019 年下半年市场经济增速放缓，仍处于下行周期属于大概率事件，因此我们聚焦政策驱动业绩提量，刚性需求明显且具备弱经济周期性的细分领域。其中包括证券 IT、医疗 IT。

鉴于中美贸易争端的可延续性，我们选择符合产业趋势，催化“国产替代”的细分市场。其中包括：云计算、自主可控。

● 证券 IT：四大驱动力推动行业发展

证券监管政策频出、新业务不断推出、投资主体逐年增多以及技术变革导致使得系统复杂度提升，推动证券 IT 规模持续发展。

证券 IT 进入创新周期，以科创板为例的创新业务将带来 8.63 亿元增量。长期看人工智能等新技术与业务的结合，如量化交易、期权交易策略等将会产生远高于现有空间的价值。

● 医疗 IT：供给侧改革深化带来行业持续高投入

政策加码推动行业快速增长。医疗保障局的成立，将推动以 DRGs 为代表的医保支付环节的控费，促使供给端改革深化倒逼院内信息化升级，2019 年医疗 IT 投入基于行业高景气下将保持快速增长。

● 云计算：2019 年重点关注 SaaS 领域的投资机会

云计算分为 IaaS、PaaS 和 SaaS 三层，IaaS 层由于投资门槛越来越高，玩家集中度加深，格局呈现垄断。目前国内巨头主要精力集中在 IaaS 层和 PaaS 层，且存在能力瓶颈，这将给 SaaS 厂商提供较好的发展环境。我们认为 2019 年我国 SaaS 市场将进入发展快车道，其中产品型的公司将拥有明显的竞争优势，率先云化。

● 自主可控：产业将迎来拐点

党政市场国产替代逐步推进，政府采购目录纳入国产厂商，2019 年自主可控将加速落地。其次，在网安领域，我国 IT 安全渗透率相较于美国具备极大提升空间，而等保 2.0 落地将是该产业快速发展的最佳助力。

风险提示：宏观经济持续下行；中美贸易争端加剧；市场竞争加剧。

表 1：重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (07.19)	EPS (元)			PE			投资评级
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
600588	用友网络	665.29	26.76	0.32	0.41	0.56	83.63	65.27	47.79	增持
600570	恒生电子	542.20	67.51	1.04	1.43	1.90	64.91	47.21	35.53	增持
002439	启明星辰	244.98	27.32	0.63	0.78	0.97	43.37	35.03	28.16	增持
300078	思创医惠	79.98	9.90	0.24	0.32	0.43	41.25	30.94	23.02	增持
300451	创业慧康	107.64	14.78	0.44	0.52	0.68	33.59	28.42	21.74	增持
300550	和仁科技	33.68	28.71	0.73	1.32	2.13	39.33	21.75	13.48	增持

数据来源：Wind, 财通证券研究所

内容目录

1、 计算机板块行情回顾	4
1.1 上半年走势良好，计算机行业具备高性价比.....	4
1.2 一季度业绩回顾：收入增速放缓，盈利能力加强.....	5
1.3 基金增持，仓位结构更为分散.....	10
2、 坚持两条主线.....	11
2.1 坚持两条主线，寻找“高优”赛道.....	11
2.2 证券 IT：四大驱动力推动行业发展.....	11
2.3 医疗 IT：供给侧改革深化带来行业持续高投入.....	17
2.4 云计算：2019 年重点关注 SaaS 领域的投资机会.....	21
2.5 自主可控：产业将迎来拐点.....	24
3、 推荐标的梳理.....	29
3.1 用友网络（600588.SH）.....	29
3.2 恒生电子（600570.SH）.....	29
3.3 启明星辰（002439.SZ）.....	30
3.4 思创医惠（300078.SZ）.....	31
3.5 创业慧康（300451.SZ）.....	32
3.6 和仁科技（300550.SZ）.....	33
4、 风险提示	34

图表目录

图 1：2019 上半年计算机板块跑赢大盘（2019.1.1 至 2019.6.30）.....	4
图 2：29 个中信一级行业涨跌幅排名.....	4
图 3：计算机（中信）二级子行业涨跌幅排名.....	5
图 4：计算机行业历史估值（2015.6.30 至 2019.6.30）.....	5
图 5：2019 年一季度行业计算机行业营收增速.....	6
图 6：2019 年一季度行业计算机行业净利润增速.....	6
图 7：2019 年一季度行业营收增速分布.....	7
图 8：2019 年一季度行业净利润增速分布.....	7
图 9：毛利率维持稳健，净利率略有抬头.....	7
图 10：期间费用率.....	7
图 11：行业历年应收账款同比增速.....	8
图 12：行业历年预收账款同比增速.....	8
图 13：计算机行业各细分板块营业收入增速情况.....	9
图 14：计算机行业各细分板块净利润增速情况.....	9
图 15：证券 IT 的生态.....	12
图 16：证券公司 IT 投入规模（万元）.....	12
图 17：中美券商 IT 投入对比.....	13
图 18：美国不同资产银行研发占比细分.....	13
图 19：中国金融机构 IT 支出分类.....	13
图 20：美国金融机构 IT 支出分类.....	13
图 21：中国证券监督管理文件数量.....	14
图 22：监管场景.....	14
图 23：我国证券公司数量.....	16
图 24：基金公司和期货公司数量.....	16
图 25：我国历年开户人数.....	16
图 26：2017 年交易占比.....	16

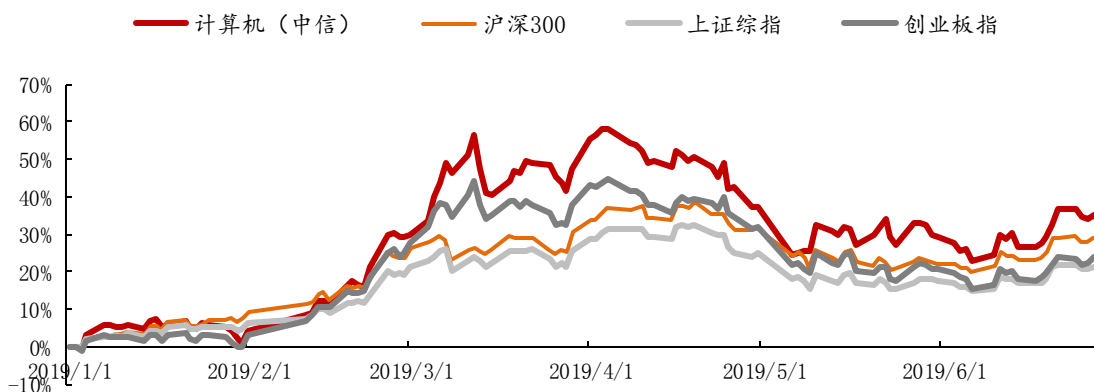
图 27: 监管生态	17
图 28: 数据交互越来越频繁	17
图 29: 国家医保局、卫健委、药监局三定架构	17
图 30: 医疗数据的构成及变现方式	20
图 31: 医疗数据上线模式	20
图 32: 我国医疗信息化行业格局及主要赛道	21
图 33: 亚太云计算流量	22
图 34: 云计算根本驱动力	22
图 35: 我国 IDC 市场规模 (亿元)	22
图 36: 2018-2020 年巨头加大数据中心投资	22
图 37: 2018 年超大数据中心分布	23
图 38: 2016-2021 超大数据中心复合增长率	23
图 39: 我国第二产业规模及增速 (亿元)	23
图 40: 我国云计算规模 (亿元)	24
图 41: 我国 SaaS 服务市场规模 (亿元)	24
图 42: 国产终端替换市场规模测算	26
图 43: 我国网络信息安全市场规模 (亿元)	27
图 44: 我国 IT 安全支出规模 (亿元)	27
图 45: 我国 IT 安全支出远低于全球水平	27
图 46: 用友网络历年营业收入及净利润	29
图 47: 用友网络主营构成 (2018)	29
图 48: 恒生电子历年营业收入及净利润	30
图 49: 恒生电子研发投入	30
图 50: 启明星辰历年营业收入及净利润	31
图 51: 启明星辰研发投入	31
图 52: 思创医惠历年营业收入及净利润	32
图 53: 思创医惠主营构成 (2018)	32
图 54: 创业慧康历年营业收入及净利润	32
图 55: 创业慧康研发投入	32
图 56: 和仁科技历年营业收入及净利润	33
图 57: 和仁科技主营构成 (2018)	33
表 1: 2019 年一季度行业收入总额前五大公司	6
表 2: 2019 年一季度行业预收账款增加额前十大公司	8
表 3: 基金持仓情况	10
表 4: 科创板进程	14
表 5: 科创板市场空间测算 (亿元)	15
表 6: 供给侧改革带来各环节严格控费	18
表 7: 病历升级带来的市场空间 (百万元)	19
表 8: 自主可控产业链梳理	25
表 9: 国产替代的三个层面	25
表 10: 等保 2.0 的区别	28

1、计算机板块行情回顾

1.1 上半年走势良好，计算机行业具备高性价比

回顾 2019 年上半年，A 股市场整体走势表现良好，计算机（中信）行业具备高性价比。截止 2019 年 6 月 30 日，沪深 300、上证综指和创业板指分别上涨 28.83%、20.83%和 23.01%，计算机（中信）指数上涨幅度高达 32.77%，跑赢上证综指 11.94pct，跑赢沪深 300 3.94pct，跑赢创业板指 9.76pct。

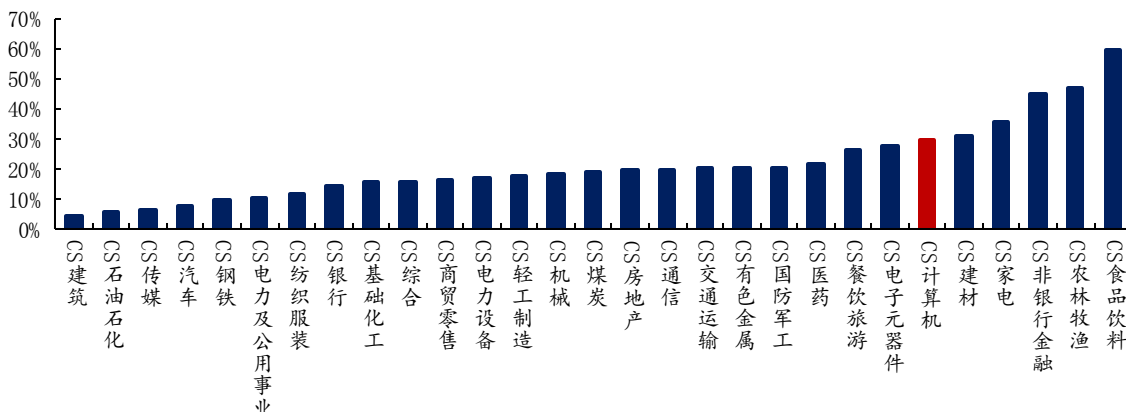
图 1：2019 上半年计算机板块跑赢大盘（2019.1.1 至 2019.6.30）



数据来源：Wind，财通证券研究所

2019 年上半年 29 个中信一级行业指数全部收涨，其中计算机指数位居第六。横向比较 29 个中信一级行业的上半年涨跌幅，计算机行业依然保持相对强势态势，涨幅位于第 6 名，次于食品饮料、农林牧渔、非银行金融、家电及建材行业。

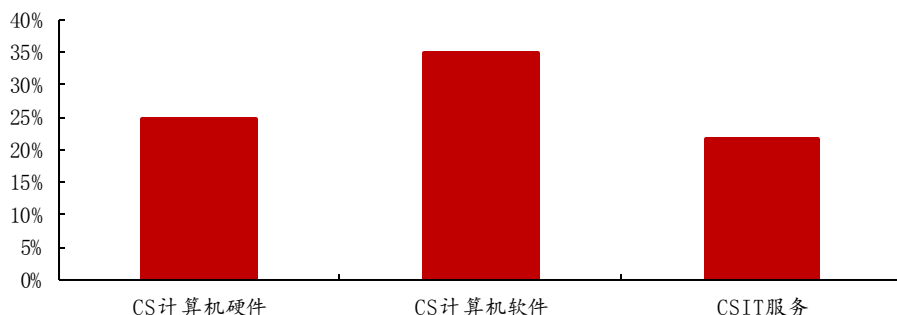
图 2：29 个中信一级行业涨跌幅排名



数据来源：Wind，财通证券研究所

计算机二级行业指数全面上涨。继续比较计算机（中信）一级行业下的三个二级行业指数：计算机硬件、计算机软件与 IT 服务，其中计算机软件在 2019 年上半年中市场表现最佳，上涨 35.01%，而计算机硬件与 IT 服务则略逊一筹，分别上涨达 24.79%和 21.58%。

图 3：计算机（中信）二级子行业涨跌幅排名



数据来源：Wind，财通证券研究所

行业整体估值逐步回升。截至 2019 年 6 月 30 日，计算机行业市盈率（TTM）为 104.8X，同比 2018 年上半年持续上升。2015-2019 年上半年计算机行业的市盈率分别为 108、67、62、54、和 105，自 2015 年市盈率达到高点后，行业总体估值持续走低，并于 2018 年年底触及底部（42 倍）。2019 年年初以来，在中美贸易争端逐渐缓和下，利好政策的刺激导致市场风险偏好逐步提升，行业估值修复明显。

图 4：计算机行业历史估值（2015.6.30 至 2019.6.30）



数据来源：Wind，财通证券研究所

1.2 一季度业绩回顾：收入增速放缓，盈利能力加强

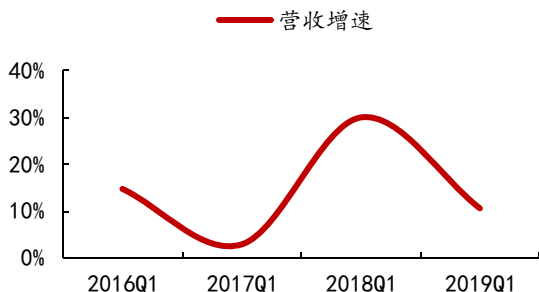
整体业绩稳健增长，营收增速有明显下滑

根据已披露的 2019 年一季报数据，计算机行业共计实现营业收入 1058.23 亿元，同比增速（整体法）为 10.59%，较去年同期 30% 的增速下滑了近 20 个 pct。

我们认为，行业总体营收增速放缓的主要原因为：受去年同期净利润高基数的影响，对行业总体营收贡献较高的公司在 2019 年一季度的净利润增长乏力。具体来看，一季度营业收入额最高的紫光股份和浪潮信息，营收增速仅为 20.85% 和 27.41%，分别大幅降低了 197.33% 和 60.68%，对于行业总体增速有明显拖累；行

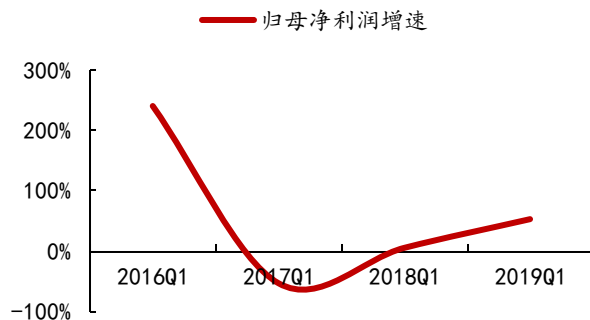
业一季度共计实现归母净利润 62.04 亿元，同比增速（整体法）为 53.11%，增速较去年提升了 47.69pct，净利润实现高速增长主要得益于 2018 年的低基数以及行业非经常性损益的大幅提高。

图 5：2019 年一季度行业计算机行业营收增速



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 6：2019 年一季度行业计算机行业净利润增速



数据来源：Wind，财通证券研究所

表 1：2019 年一季度行业收入总额前五大公司

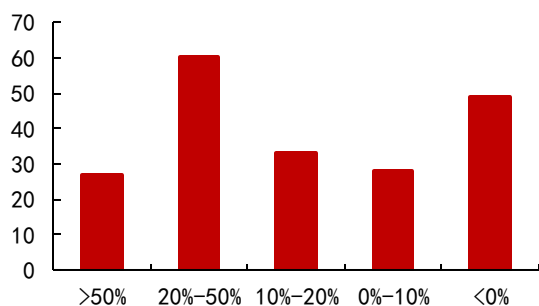
证券代码	证券简称	2017 一季度 营业总收入 (亿元)	2018 一季度 营业总收入 (亿元)	2019 一季度 营业总收入 (亿元)	2018 年一季 度同比增速	2019 年一季 度同比增速
000938.SZ	紫光股份	24.18	101.12	122.20	318.18%	20.85%
000977.SZ	浪潮信息	40.45	76.08	96.94	88.09%	27.41%
600271.SH	航天信息	54.87	54.71	53.53	-0.29%	-2.17%
002280.SZ	联络互动	77.74	38.28	39.63	-50.75%	3.52%
600100.SH	同方股份	38.72	45.05	34.11	16.35%	-24.28%

数据来源：Wind，财通证券研究所

一季度计算机公司营收增速呈正态分布，净利润增速两级分化明显

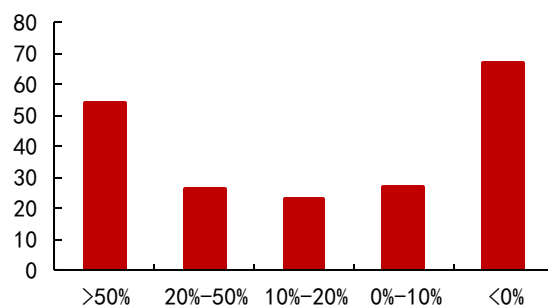
若将计算机行业内公司的营收增速及净利润增速按照区间分布统计，其分布情况较为平均，其中在 20%-50% 区间的公司数量最多，达到 60 家。在净利润增速方面，市场两级分化明显，净利润增速高于 50% 的企业有 54 家，而净利润负增长的企业有 67 家，两者数量之和超过行业公司总数的一半。

图 7：2019 年一季度行业营收增速分布



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 8：2019 年一季度行业净利润增速分布

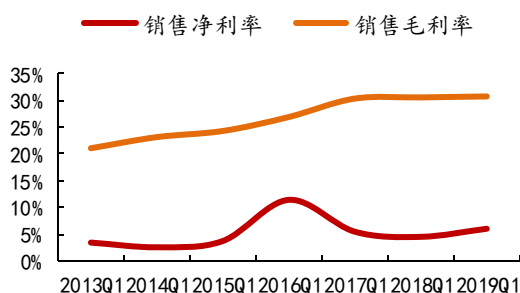


数据来源：Wind，财通证券研究所

盈利能力分析：稳中有进

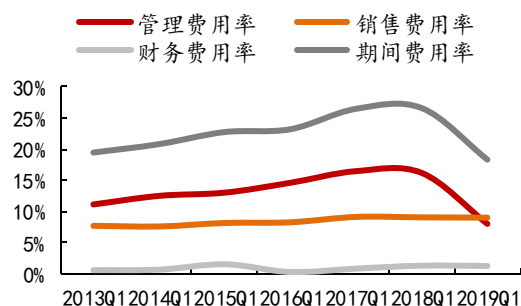
2019 年一季度计算机行业整体毛利率 30.73%，较去年同期上升 0.17pct，行业整体净利率为 6.02%，较去年同期上升 1.52pct。

图 9：毛利率维持稳健，净利率略有抬头



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 10：期间费用率



数据来源：Wind，财通证券研究所

整体费用率略有上升。2019 年一季度计算机行业整体销售费用率为 9.02%，财务费用率为 1.27%，与去年同期基本持平，管理费用率和整体三费率下滑明显，均下滑 8%左右。若加回 98.03 亿元的研发费用，则管理费用率为 17.27%，同比上升了 1.09pct，整体三费率为 27.56%，同比上升 1.00pct。

先行指标趋好，经营质量提升

应收账款和预收账款走势向好，行业经营质量不断优化。2019 年第一季度计算机行业应收账款总额同比增速（剔除本年度新增上市公司）为 17.65%，较 2018 年一季度的 23.20%下降了约 5.55pct，增速回落较为明显；预收账款总额（剔除本年度新增上市公司）同比增速为 13.64%，相比 2018 年 11.22%的同比增速提高了 2.42pct。这两个先行指标的走势说明了计算机行业公司整体议价能力和经营

质量在不断上升。从预收账款增加额最高的十家上市公司来看，SaaS 服务商广联达、用友网络和拓尔思均在列。我们认为，这些公司预收账款的大幅增加是由于在向云服务商转型时，其付费模式的改变所引起的。

图 11：行业历年应收账款同比增速

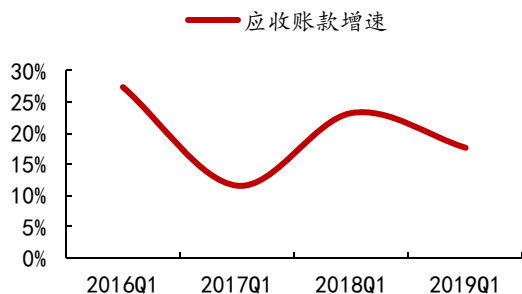
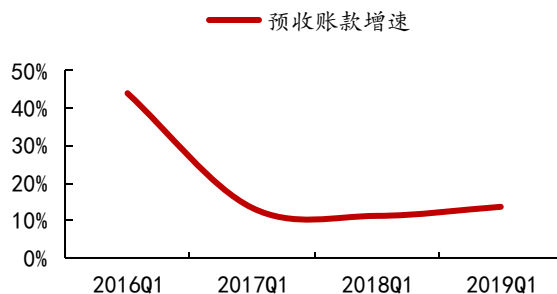


图 12：行业历年预收账款同比增速



数据来源：Wind，财通证券研究所

数据来源：Wind，财通证券研究所

表 2：2019 年一季度行业预收账款增加额前十大公司

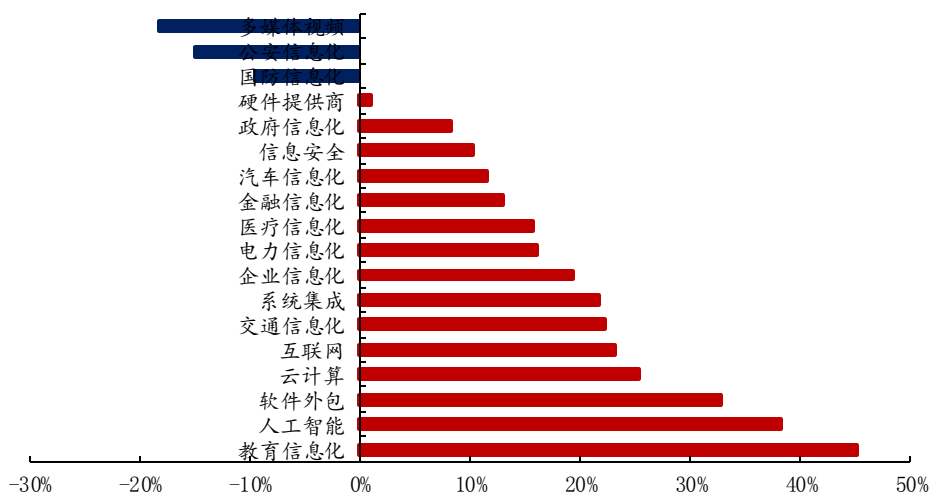
证券代码	证券简称	预收账款 2018 一季度 (亿元)	预收账款 2019 一季度 (亿元)	预收账款增加额	同比增长率
002065.SZ	东华软件	8.6863	15.6502	6.96	80.17%
002383.SZ	合众思壮	0.6427	5.5221	4.88	759.20%
600100.SH	同方股份	48.0111	51.8018	3.79	7.90%
300229.SZ	拓尔思	0.0696	3.8357	3.77	5411.06%
002401.SZ	中远海科	5.8634	8.9752	3.11	53.07%
002912.SZ	中新赛克	2.5583	5.5050	2.95	115.18%
600588.SH	用友网络	9.1802	11.7320	2.55	27.80%
002410.SZ	广联达	2.1038	4.5511	2.45	116.33%
300532.SZ	今天国际	1.3784	3.7290	2.35	170.53%

数据来源：Wind，财通证券研究所

概念板块营收增速均衡，净利润增速呈分化态势

行业内各板块营收增速（整体法）聚于中枢附近。具体来看，营业收入增速超过 20%的板块分别为：教育信息化、人工智能、软件外包、云计算等；营收增速下滑的板块为：国防信息化、公安信息化和多媒体视频。共有 10 个概念板块的增速位于 10%-30%，行业发展较为均衡。

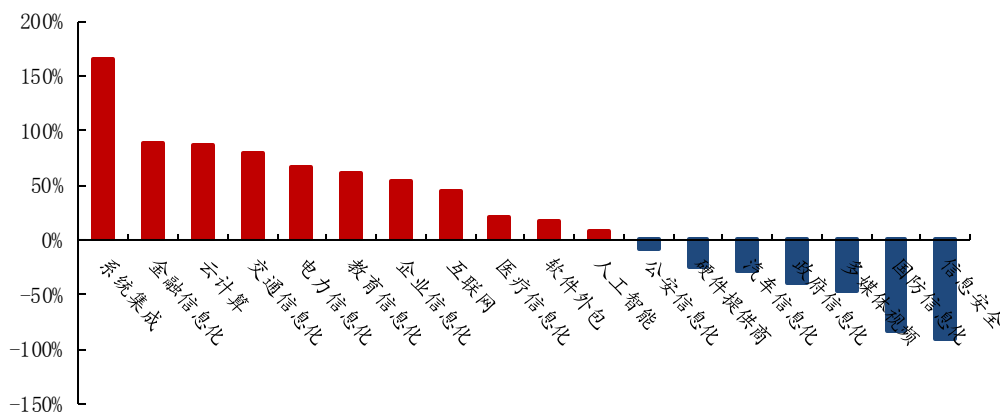
图 13：计算机行业各细分板块营业收入增速情况



数据来源：Wind，财通证券研究所

细分板块净利润增速（整体法）呈现两级分化。一季度归母净利润上升的板块共有 11 个，下降的板块有 7 个；整体净利润增速大于 30%或小于-30%的概念板块共有 12 个，说明板块净利润增速呈现两级分化的态势。系统集成、金融信息化、云计算和交通信息化板块均实现了净利润的高速增长，增速分别为 165.70%、88.50%、85.92%和 80.32%。其中，系统集成板块的高增速主要系华胜天成的投资收益大幅提高，对板块造成较大影响，若剔除该公司，则板块净利润增速仅为 11.73%。另外，金融科技板块实现净利润爆发式增长的原因可分为两类，其中 2B 端公司业绩上升是因为金融市场新制度和政策出台而催生了新市场空间，而 2C 端公司主要受益于交易量提升叠加用户流量增长，加速了业绩释放。净利润下降幅度较大的概念板块为信息安全和国防信息化，下降比例分别为 90.71%和 83.71%。

图 14：计算机行业各细分板块净利润增速情况



数据来源：Wind，财通证券研究所

1.3 基金增持，仓位结构更为分散

2019 年一季度基金持股总市值大幅上升，持仓结构更加分散，重仓标的变动较小。从基金持有的市值总额来看，2019 年一季度基金共计持有计算机公司的市值总额达 584 亿元，较 2018 年四季度 351 亿元明显上升；从重仓股结构来看，2019 年一季度基金重仓的前 20 位计算机股票的持股市值总额为 378.5 亿元，占计算机行业基金持股总市值的 2/3，相比 2018 年四季度前 20 位重仓股市值占比的 75.21% 明显下降，说明基金持仓结构趋向分散；从基金重仓的具体标的来看，2019 年一季度的重仓公司与前一季度变化较小，前十大重仓股中唯有同花顺和中科曙光为新进公司。

表 3：基金持仓情况

证券代码	证券简称	2019 一季 度持股基 金数	2019 一季 度基金持股数 量（股）	季度持仓变动 （股）	基金持有市值 （万元）	2019 一季 度基金持 股比例
600570.SH	恒生电子	196	57,581,953	-40,398,412	504,187.58	9.32%
002410.SZ	广联达	129	138,669,669	-70,916,597	413,374.28	15.64%
600271.SH	航天信息	57	85,197,899	-164,039,492	237,957.73	4.60%
300033.SZ	同花顺	71	22,894,725	-11,956,486	228,603.83	8.66%
002439.SZ	启明星辰	77	67,173,508	-39,329,517	198,027.50	10.77%
300271.SZ	华宇软件	64	84,907,104	-73,685,690	180,597.41	14.90%
603019.SH	中科曙光	96	29,741,686	-12,634,874	179,282.88	4.63%
300188.SZ	美亚柏科	22	103,139,305	-66,973,754	177,502.74	19.54%
002230.SZ	科大讯飞	87	47,746,615	-55,093,822	173,272.47	2.62%
600845.SH	宝信软件	87	51,385,764	-45,697,776	168,750.85	8.02%
300365.SZ	恒华科技	28	62,999,401	-43,218,160	161,971.46	29.19%
300451.SZ	创业慧康	58	62,512,167	-18,686,950	156,905.54	18.03%
002153.SZ	石基信息	16	44,327,862	-37,243,134	144,730.47	9.14%
300253.SZ	卫宁健康	73	96,434,830	-248,682,289	140,794.85	7.33%
300166.SZ	东方国信	21	91,107,543	-67,597,559	138,392.36	11.24%
600588.SH	用友网络	73	39,514,254	-55,856,703	133,953.32	2.08%
002368.SZ	太极股份	36	34,190,572	-21,289,248	127,838.55	8.54%
002912.SZ	中新赛克	41	9,607,692	-5,541,843	115,071.33	18.89%
002405.SZ	四维图新	27	45,223,824	14,450,299	102,567.63	4.34%
300454.SZ	深信服	25	9,672,807	-12,047,240	101,448.40	24.18%

数据来源：Wind，财通证券研究所

2、坚持两条主线

2.1 坚持两条主线，寻找“高优”赛道

我们仍坚持年度策略“以守为攻”中的核心观点，认为 2019 年是风险与机会并存之年，其后续的风险点主要在于 1) 中美贸易摩擦的反复发酵，已由最初的贸易争端演化成科技对垒，美国对于核心科技方面的技术遏制将是我国 IT 发展的“达摩克利斯之剑”；2) 2019 年下半年市场经济增速放缓并处于下行周期仍属于大概率事件，经济增长压力的加深或将导致市场需求侧承压更为严重，一定程度上会影响企业的 IT 支出，进而影响计算机公司的销售收入。

基于此，我们重点聚焦政策驱动业绩提量，刚性需求明显且具备弱经济周期性的细分领域，其中包括证券 IT、医疗 IT。

此外，在受到美国技术遏制的压力下，我国科技自立将上升至国家层面，我们持续推荐符合产业趋势，强调“国产替代”的细分领域，其中包括云计算、自主可控。

2.2 证券 IT：四大驱动力推动行业发展

证券 IT 生态由四大主体构成

证券行业生态从上到下分别为监管机构、交易场所、经营机构、交易主体。

中国证券监督管理委员会为监管机构的主体，负责制定行业政策，监管各经营机构和交易主体的行为。

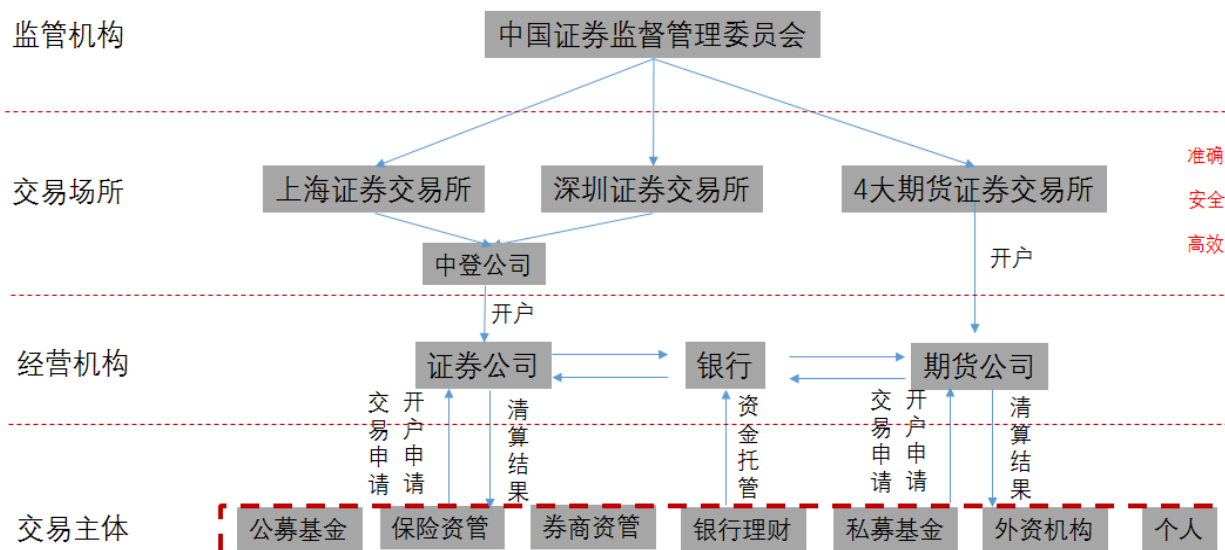
交易场所由股票交易所、期货交易所构成，股票交易所分为上海证券交易所和深圳证券交易所；期货交易所主要有郑州商品交易所、上海期货交易所、大连商品交易所和中国金融期货交易所。

经营机构主要指证券公司、期货公司，截止 2018 年底我国共有 142 家基金公司、131 家证券公司、146 家期货公司，A 股上市公司截止已达 3590 家，期货品种已覆盖农产品、石油化工、股指等产品。

交易主体由专业投资机构和个人投资者组成，其中公募机构、保险资管、券商资管、银行理财、私募基金发展较快，对外资投资机构逐步开放，个人投资者经历 2015 年急速增长后，2018 年接近 1.4 亿人。

证券 IT 主要指证券公司、公募基金、券商资管、银行理财等机构在 IT 上的投入，狭义的证券 IT 主要指投资机构外购外部产品和服务的部分。

图 15：证券 IT 的生态



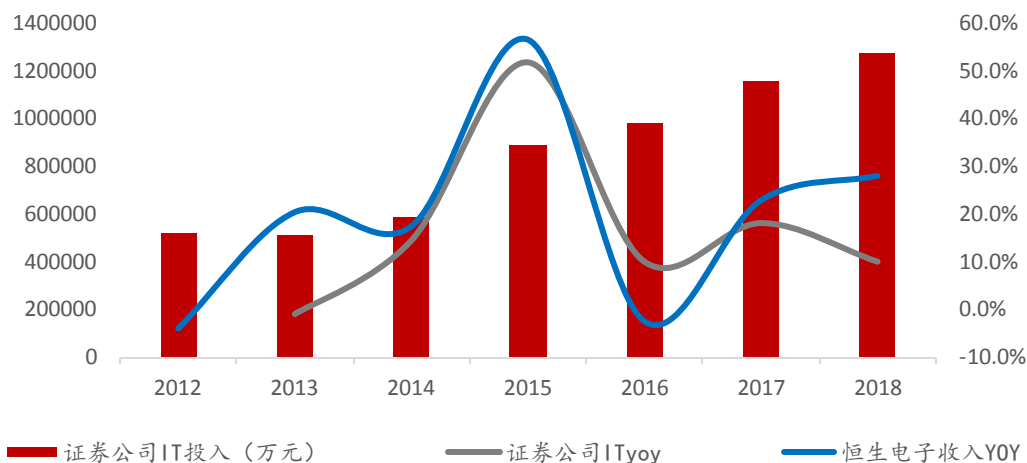
数据来源：财通证券研究所

证券 IT 投资呈阶梯上升

根据证监会要求证券机构 IT 投入不少于净利 6%或营收 3%的硬性要求，结合最近几年的行业净利润测算证券公司的 IT 投入在百亿级级别，如加上其他机构空间将超出百亿。

根据中国证监会的统计，2012 年-2018 年证券公司在 IT 投入上持续增长，6 年复合增长率超过 16%，2015 年牛市同比增长 50%以上，之后并未随市场走熊而减少投入，可见证券 IT 具有弱周期性，且整体呈现阶梯上升趋势。

图 16：证券公司 IT 投入规模（万元）

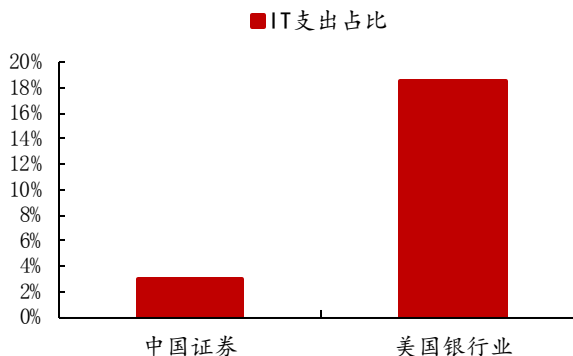


数据来源：Wind，财通证券研究所

与美国相比，我国证券 IT 投入具备巨大提升空间。根据麦肯锡的数据，美国银行业 IT 投入占营收比为 17%-20%，考虑到《格雷姆-里奇-比利雷法案》后美国混业经营的情况，该数值可以近似当作美国证券行业 IT 投入比例；我们以 2012 年-2018

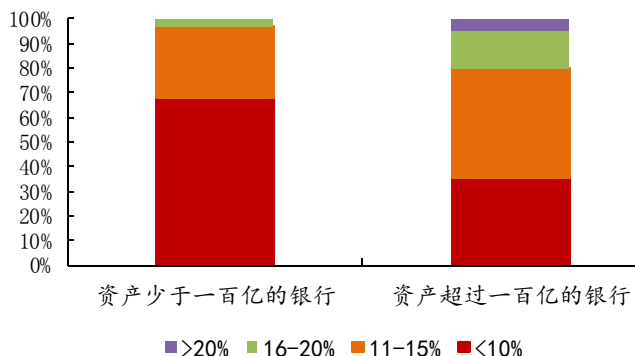
年中国证券业协会公布的券商营业收入和IT支出数据为基数取平均后，国内券商IT投入占营业收入比值为3%，两者相比国内金融IT支出仍有巨大的提升空间。

图 17：中美券商 IT 投入对比



数据来源：麦肯锡，中国证券业协会，财通证券研究所

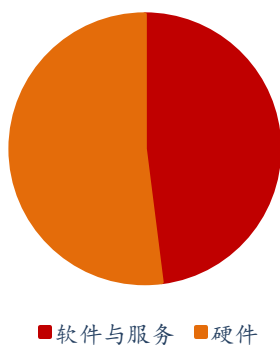
图 18：美国不同资产银行研发占比细分



数据来源：IDC，财通证券研究所

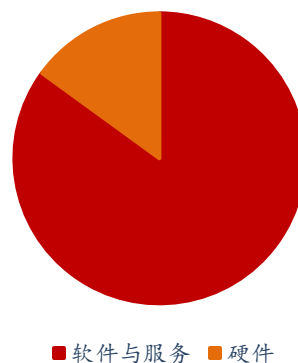
按照金融机构IT支出分类进行中美对比，目前中国金融机构IT支出中软件与服务的占比仅为48%，而美国这一分类占比高达85%，国内软件与服务占比对标海外仍有明显的提升空间。

图 19：中国金融机构 IT 支出分类



数据来源：IDC，财通证券研究所

图 20：美国金融机构 IT 支出分类



数据来源：IDC，财通证券研究所

行业发展的四大驱动力

证券监管政策频出、新业务不断推出、投资主体逐年增多以及技术变革导致使得系统复杂度提升，推动证券 IT 规模持续发展。

推动因素一：政策监管变动带来边际增量

中国证券监督管理委员会网站显示，证监会历年出台的文件较多，其中关于股票发行的文件 12899 个，基金监管 8904 个，上市公司监管 4512 个，证券经营机构监管

2574 个，交易监管 53 个，这些文件涉及到金融机构客户、个人客户等投资全生命周期。

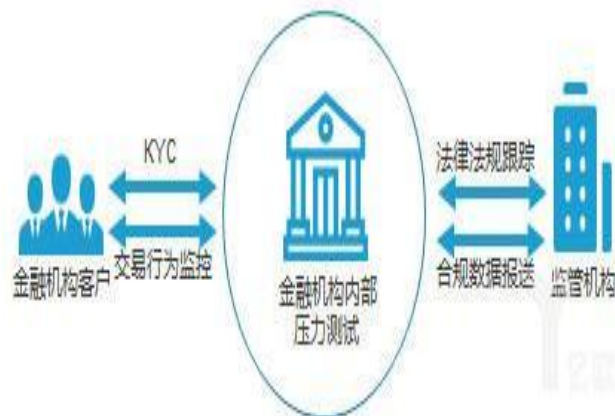
现有的监管政策出台都会固化到证券公司、基金公司的内部风险控制系统、业务流程系统、交易系统等环节中，另外金融机构需要定期向监管机构提供合规数据，格式和数据参数会随需求进行变动，也需要与原有 IT 系统进行对接改造。因此，政策监管的变动有望导致 IT 需求增加。其中，资管新规是非常典型的案例，按照每个银行 200 万 IT 投入，1000 家银行则对应 20 亿元投入增量。

图 21：中国证券监督管理文件数量

	历年监管文件
发行监管	12899
创业板监管	1312
公众公司监管	637
证券交易监管	53
证券经营机构监管	2574
上市公司监管	4512
基金监管	8904
期货监管	2680
私募基金监管	69
公司债券监管	1741

数据来源：中国证监会官网，财通证券研究所

图 22：监管场景



数据来源：亿欧智库，财通证券研究所

推动因素二：业务驱动带来 IT 需求

我国资本市场经历近 30 年发展，业务类型和产品种类都得到了极大的丰富，使得其相应的系统变得更为复杂，对 IT 系统产生长远影响，每年需要大量的维护费用。其次，以科创板、沪伦通为代表的金融创新业务的推出，将会在短期内扩容证券 IT 行业的市场空间，并带来新增需求。其中，我们以科创板为例，预计该系统的全面搭建将有望带来近 8.63 亿元增量。

表 4：科创板进程

时间	进展
2018 年 11 月 5 日	上海证券交易所表示将认真落实习近平总书记指示，在中国证监会的指导下，积极研究制订科创板注册制试点方案，向市场征求意见并履行报批程序后实施。
2019 年 1 月 23 日	中共中央总书记、国家主席、中央军委主席、中央全面深化改革委员会主任习近平主持召开中央全面深化改革委员会第六次会议并发表重要讲话，会议审议通过了《在上海证券交易所设立科创板并试点注册制总体实施方案》、《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》。
2019 年 1 月 30 日	中国证监会就《科创板上市公司持续监管办法（试行）》和《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》公开征求意见；同日，上海证券交易所就设立科创板并试点注册制相关配套业务规则公开征求意见。
2019 年 3 月 1 日	证监会发布了《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》（以下简称《注册管理办法》）和《科创板上市公司持续监管办法（试行）》（以下简称《持续监管办法》），自公布之日起实施。经证监会批准，上交所、中国结算相关业务规则随之发布。

数据来源：网络资料整理，财通证券研究所

2019年3月1日证监会发布了《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》，科创板已正式登上历史舞台，首批科创板公司将于7月22日登陆上市，在此之前证券公司、基金公司、资产管理公司都需要进行系统的改造、新增科创板登记结算系统。

对于科创板增量空间，我们主要基于以下几点假设进行测算，最终预计其将给证券IT市场带来近8.63亿元的边际增量。

1. 根据市场调研情况，假设经纪业务的系统改造价格为200万元/套、资管业务的改造价格为100万元/套。
2. 排除资管子公司后的证券公司一共112家，我们认为他们全部会进行科创板的系统升级。目前有79家内资基金和44家合资基金，同时有自营业务的券商近100家，我们认为其系统升级的可能性同样很高。

表 5：科创板市场空间测算（亿元）

机构名称	2019年数量	单价保守估计 (万元)	市场空间 (亿元)
证券公司	112	200	2.24
公募基金	123	100	1.23
基金专户子公司	78	100	0.78
保险	232	100	2.32
保险资管子公司	23	100	0.23
信托	68	100	0.68
券商自营	100	100	1.00
券商独立资管子公司	15	100	0.15
增量合计			8.63

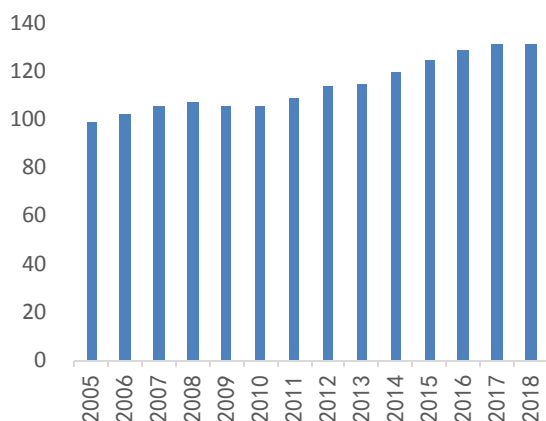
数据来源：财通证券研究所

推动因素三：参与主体驱动

我国证券公司、基金公司、期货公司等投资机构总体而言在逐年增加，证券公司稳步增多，基金公司自1998年以来，几乎每年都会有新基金公司成立，期货公司数量在2009年后就稳定不再增长。

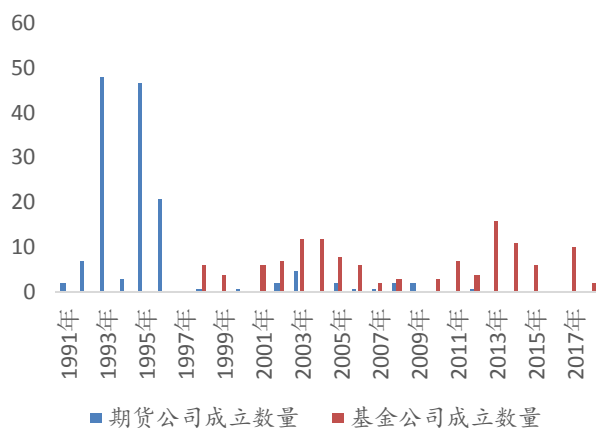
每个证券投资机构无论规模大小，IT系统是必配的，只是根据发展不同的阶段配置有高低，建立时期有比较大的一次性投入，后续每年都有升级和维护费用，直接推动了证券IT的发展。

图 23：我国证券公司数量



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 24：基金公司和期货公司数量

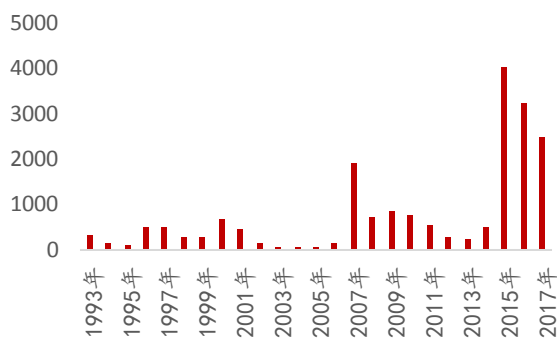


数据来源：Wind，财通证券研究所

我国证券市场自然人股东是重要的组成部分，其开户数量向来是市场景气度的重要指标，我们看到在 2007 年和 2015 年新增开户都较其前一年激增。根据上海证券交易所的统计，2017 年自然人投资者交易占比 82%，机构投资者占比为 14.76%，投资基金占比 4.15%，可以推断自然人投资交易更为频繁。

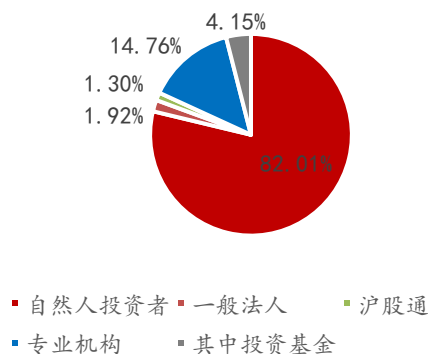
投资机构和自然人投资的增多，加上交易频率的提升，对券商、交易所的系统性能都提出更高的要求，一旦出现宕机就会造成不小的影响，因此证券投资机构会在交易系统的维护上持续大力投入。

图 25：我国历年开户人数



数据来源：上海证券交易所，财通证券研究所

图 26：2017 年交易占比



数据来源：上海证券交易所，财通证券研究所

推动因素四：技术驱动带来监管规范化提升

2018 年 8 月，中国证监会发布《中国证监会监管科技总体建设方案》，标志着证监会进入监管科技全面实施阶段。

监管科技工作的核心是要建设高效的监管大数据平台，依据电子交易记录，运用数据挖掘技术，对市场参与各主体进行全方位监控和画像，辅助监管人员及时发现市场主体涉嫌内幕交易、市场操作等违法违规行为。

公开资料显示，证监会目前已基本建成监管科技 3.0 的规章制度体系，明确了七个重要分析方向：行政许可类辅助分析、公司信息披露违规及财务风险分析、经

营机构违规行为及财务风险分析、证券期货服务机构尽职行为分析、市场运行分析、违法交易行为分析。七个研究方向下设定 32 个应用场景，明确要建设关联账户分析、财务报表分析、实体画像、交易异常检测、舆情分析、金融文档分析等六大基础分析能力。

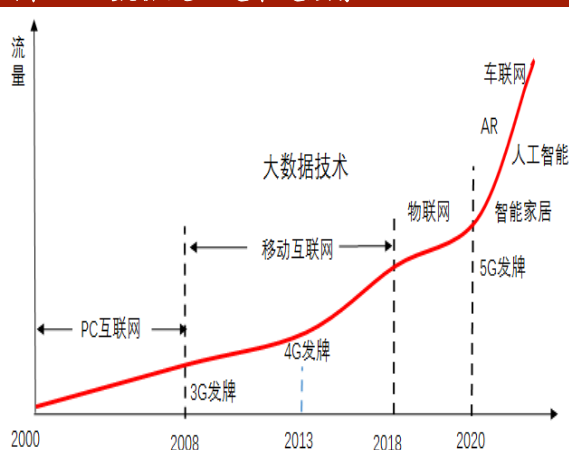
可以推测，证监会监管科技建设才刚刚开始，未来对 IT 需求量会逐渐增大，带来新的增量。

图 27：监管生态



数据来源：网络资料整理，财通证券研究所

图 28：数据交互越来越频繁

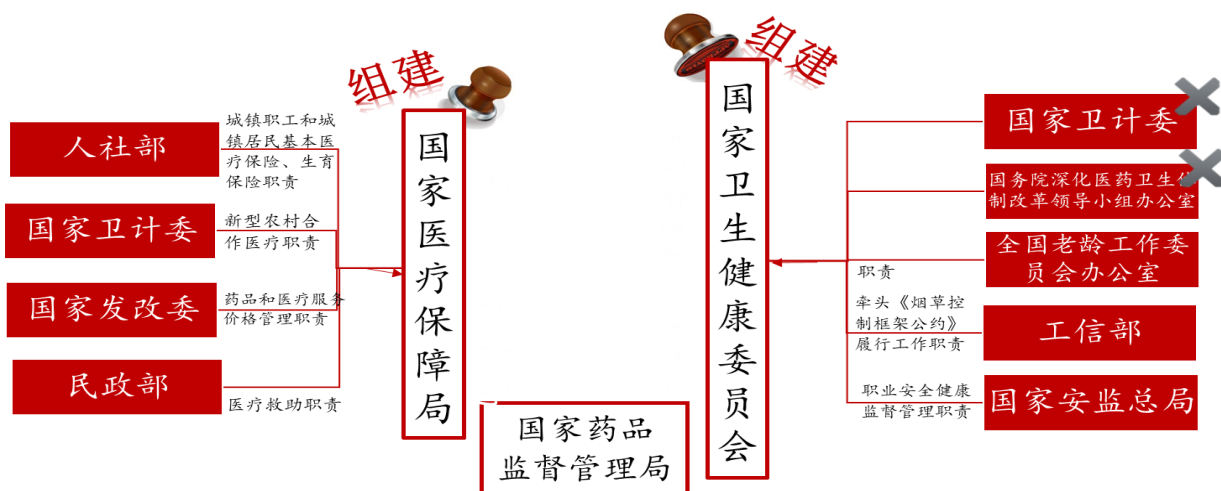


数据来源：财通证券研究所

2.3 医疗 IT：供给侧改革深化带来行业持续高投入

2018 年是第三轮医疗体制改革的元年。医疗保障局的成立，正式瓦解了卫计委、发改委和人社部在药品价格上三足鼎立的状态，医保局将正式接管药品市场流通以及销售最终价格的决定权，并对药品定价、招标采购以及支付等环节实现全面监管，其作为“史上最强医保部门”，有望不断加大对医疗控费的监管力度。

图 29：国家医保局、卫健委、药监局三定架构



职责：参与制定国家基本药物目录，配合实施国家基药制度，并加快创新药品、医疗器械审评审批，建立上市许可持有人制度，加快仿制药质量和疗效一致性评价，推进追溯体系建设。

数据来源：财通证券研究所

国家高度重视，政策确定性渐强。医院内部信息系统以电子病历为核心的建设工作未来 3 年全面推开。从政策关注的重点来看，已向临床数据信息系统（CIS）、区域医疗平台及互联网增值服务过渡。其中《关于进一步推进以电子病历为核心的医疗机构信息化建设工作的通知》出台，明确指出医务部门作为牵头部门，推进“院长责任制”，统筹负责电子病历信息化建设，并建议三级医院在 2020 年完成升级工作。

表 6：供给侧改革带来各环节严格控费

	准入环节	药品交易环节	医保定点环节	医保支付环节	居民报销比例
主要参与方	医疗保障局、食品药品监督管理局、医药公司	医疗保障局、医药公司、医院	医疗保障局、医院、药店	医疗保障局、医院、居民	医疗保障局、居民
主要目的	1、形成医保 2、控制药厂价格	1、改变以药养医的局面 2、打掉灰色收入	扩大医保覆盖面	监控医疗过程、支付过程	减少居民个人负担比例
现状	1、形成 2017 年医保目录（之前两版分别为 2004 和 2009 版） 2、西药和中成药部分共收载药品 2535 个，较 2009 年版目录增加了 339 个，增幅约 15.4%	1、上海试行医药阳光采购平台。 2、预计 2019 年在北京、上海、重庆、天津 4 个直辖市全面推广	1、取消预先审批，定点机构超出 30 万个； 2、异地结算将成为新趋势，结算额 2018 年为 2017 年 4 倍多	1、总额控制、按项目付费落后 2、2017 年 2 月原卫计委确定三个城市和省 3 个省市级医院同步开展 DRG 试点。 3、2019 年有望将试点扩大到 50 个城市，2020 年扩大到 100 个城市。	1、个人支付比重为 40%，在减少 2、基础医保占比 55.8%，在增加

数据来源：财通证券研究所

供给侧改革深化倒逼院内信息化升级。医疗保障局作为整个医疗体系的核心所在，其将在原卫计委、人力资源和社会保障厅、发改委等基础上针对医药准入环节、药品交易环节、医保定点环节、医保支付环节和居民报销比例制度等各个方面严格控费，其中以 DRGs 为代表的医保支付环节改革将会快速在我国主要城市的三级医院推开。

电子病历市场空间或将增长 11 倍

《关于进一步推进以电子病历为核心的医疗机构信息化建设工作的通知》的颁布其中提到：鼓励在线开展部分常见病、慢性病复诊，允许医师在掌握患者病历资料后在线开具部分常见病、慢性病处方，药师在线审核处方及配送药品等。

到 2019 年，辖区内所有三级医院要达到电子病历应用水平分级评价 3 级以上，即实现医院内不同部门间数据交换；到 2020 年，要达到分级评价 4 级以上，即

医院内实现全院信息共享，并具备医疗决策支持功能。

目前我国三级医院总体电子病历的水平停留在 2.11 级的水平上，且渗透率不过 5%，因此我们判断未来 3 年是我国电子病历渗透率急速提升的时期。我们预计到 2022 年我国电子病历三级医院普及率将达到 90% 左右，二级医院渗透率超过 60%，一级医院超过 40%，接近日本和美国的水平。

按照我们的假设 2019-2021 年是电子病历爆发期，爆发速度分别为 136.6%、107.6% 和 84.1%，2022 年电子病历市场规模将达 125.42 亿元，较 2008 年增长 11 倍，或成为院内信息化板块中最大的细分领域。

表 7：病历升级带来的市场空间（百万元）

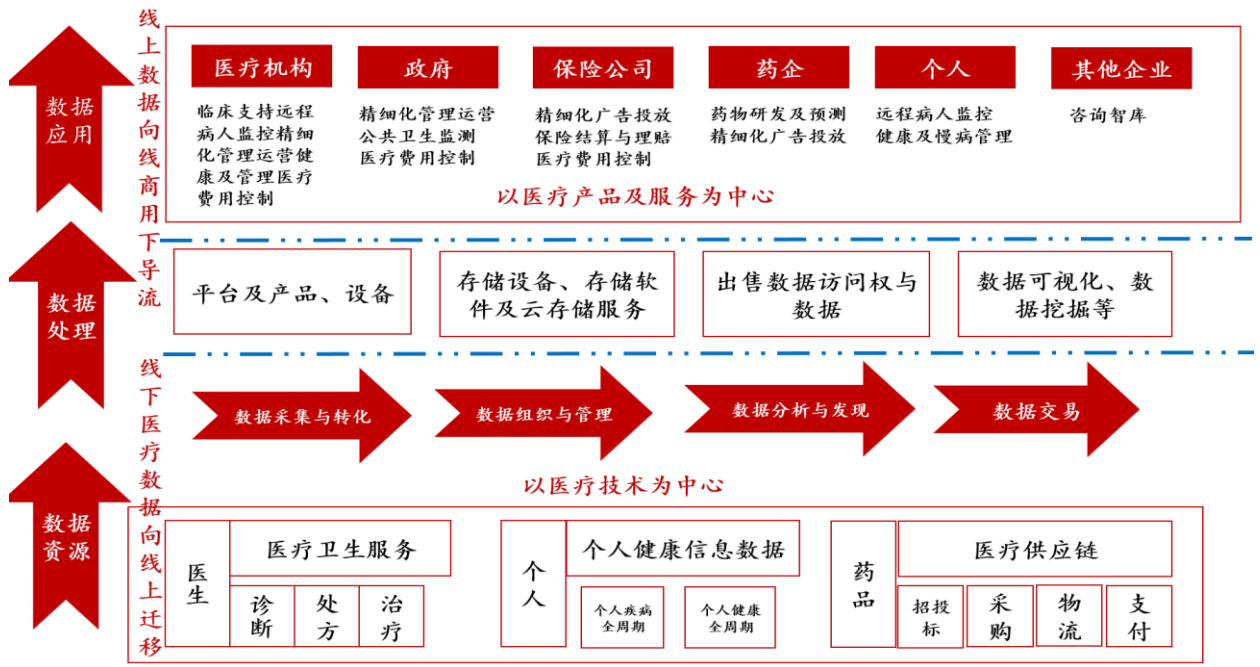
	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
电子病历升级带来的新增空间（百万元）	1,031	2,439	5,064	9,324	12,542
<i>yoy</i>	-	136.6%	107.6%	84.1%	34.5%
三级医院收入（百万元）	774	1,585	3,247	4,989	2,556
三甲数量（个）	1,331	1,358	1,385	1,412	1,441
三甲单体收入（万元/个）	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
三甲五级渗透率（当年新增）	5%	10%	20%	30%	15%
三乙数量（个）	433	455	477	501	526
三乙单体收入（万元/个）	500	500	500	500	500
三乙五级渗透率（当年新增）	5%	10%	20%	30%	15%
二级医院收入（百万元）	257	630	1,323	2,976	6,249
二级数量（个）	8,569	8,997	9,447	9,920	10,416
二级单体收入（万元/个）	200	200	200	200	200
二级渗透率（当年新增）	2%	4%	7%	15%	30%
一级医院收入（万元）	-	225	494	1,359	3,737
一级数量（个）	10,210	11,231	12,354	13,590	14,948
一级单体收入（万元/个）	100	100	100	100	100
一级渗透率（当年新增）	0%	2%	4%	10%	25%

数据来源：卫健委，财通证券研究所

互联网医疗的重点在于数据外延联动

随着院内信息化在医疗机构的普及与区域联网的不断完善，行业的信息纽带正由信息孤岛向互联互通转变，同时，在政策端明确三医联动、打通医保异地支付与放开互联网售药窗口，线下医疗数据有望向线上迁移。其次，行业的参与者也在增多，特别是数据巨头的不断涌入，使得行业变革提速趋势明确，这也意味着我国医疗信息化行业将迎来全面横向竞争格局的升级，线上流量向线下导流的商业模式有望实现部分突破。

图 30：医疗数据的构成及变现方式



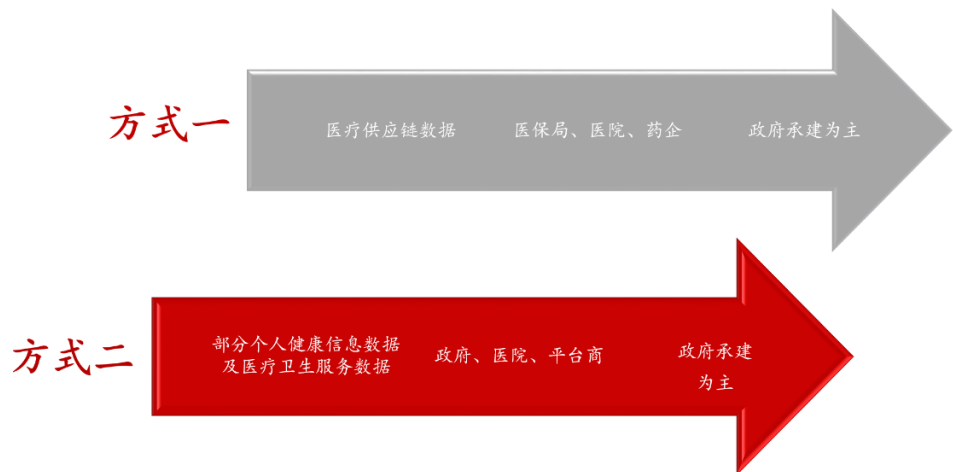
数据来源：财通证券研究所

具体看，明显向线上迁移的院内数据主要包括医疗供应链数据、部分个人健康信息数据及医疗卫生服务数据，其变现方式大致以政府承建为主。

从数据上线的实现方式看，大致分为两类：

- 一、医疗供应链数据主要在于医疗保障局的推动，具体执行单位应该是地方医疗保障局、医院及药企的联合执行，实现模式大致是以政府采购承建为主，通过政府平台实现对医院和药企的对接，做到以医保支付和药品采购为核心数据的采集。
- 二、部分个人健康信息数据及医疗卫生服务数据的上线主要在医院和互联网巨头做联合试点，变现发展重点目前看主要在于政府与第三方商业平台的合作，目前医疗信息化公司均在布局。

图 31：医疗数据上线模式



数据来源：财通证券研究所

随着医疗数据的逐步上线，从创新业务的模式来看，对于医疗信息化服务商，在帮助政府实现医保支付、药品集中采购等核心数据处理的同时，最直接的变现方式来自佣金提成。其次，在获得政府或者医疗机构与个人授权下，部分个人健康信息数据及医疗卫生服务数据的精准营销将是明确的创新业务，线上药品销售平台或者医疗服务推送平台有望成为数据采购方，其盈利模式将以佣金提成+数据导流+业务自营等方式变现。我们判断，商保引入和处方外流将是创新业务中最大的两个细分市场，其市场空间将分别达到千亿及百亿级别。

市场格局或将集中

在目前电子病历赛道上，龙头公司都有布局，东华软件、卫宁健康在 HIS 阶段所涉及的医院最多，有优势；其余创业软件、思创医惠、万达信息处于第二梯队。

从业务线条布局上看，万达信息布局最为全面，全国性卫生平台、省级卫生平台、区域公共卫生平台、医疗、医保和医药等全部打通。在卫生平台建设上份额最大目前在浙江宁波、浙江台州等试行，全国卫生平台大数据分析平台和互联互通平台目前看全国唯一；在医保结算领域处于龙头地位（与东华软件、久远银海形成竞争）；在医药领域率先在上海推出阳光采购平台，有望推向全国。

图 32：我国医疗信息化行业格局及主要赛道

		东华软件	东软集团	万达信息	卫宁健康	创业软件	思创医惠	和仁科技	麦迪科技
全国卫生平台	大数据平台			√					
	互联互通平台			√					
省级卫生平台			√	√					
区域公共卫生平台		√	√	√	√	√	√		
医疗	医院	HIS	√	√	√	√	√		
		电子病历	√	√	√	√	√	√	√
	公共卫生	√	√	√	√	√	√		
	基层系统	√	√	√	√	√	√		
	分级诊疗	√	√	√	√	√	√		
	医联体	√	√	√	√	√	√		
远程医院	√	√	√	√	√	√			
医保	实时结算		√	√					
	异地结算		√	√					
	医保控费	√	√	√					
	基金支付	√	√	√					
医药	临床试验管理平台			√					
	招采配一体化			√					

数据来源：财通证券研究所

我们认为从短期 3-5 年看，电子病历是医疗信息化公司的主要粮仓，长期 5-10 年看具有综合能力的公司具有更强的变现能力。另外我们也倾向于认为在未来 10 年里格局将越来越集中，头部公司会受益。

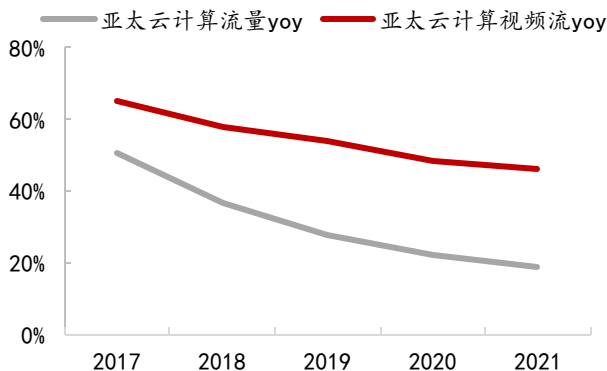
2.4 云计算：2019 年重点关注 SaaS 领域的投资机会

云计算爆发推动因子一：流量高速增长

通信技术对信息的传输方式、传输速率起到决定性作用。5G、车联网、智能家居、

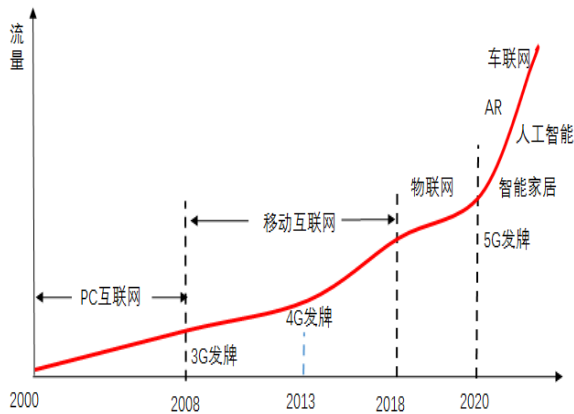
AR 等多种因素将推动流量继续高速增长，根据思科的预测届时亚太地区云计算流量，尤其是视频流会有持续的高增长，后者将保持复合 50% 以上的增速，而我们判断中国的增速将会远远高于此数据。

图 33：亚太云计算流量



数据来源：Cisco VNI Mobile 2017，财通证券研究所

图 34：云计算根本驱动力



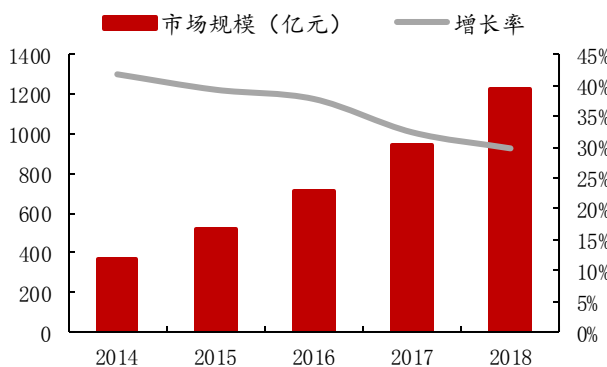
数据来源：财通证券研究所

云计算爆发因子二：IaaS 市场高速增长，IDC 投入持续扩大

IDC 是云计算中 IaaS 领域的核心部分，也代表云计算行业发展的后劲。我国 IDC 市场规模 2014-2018 年连续 4 年保持 30% 以上增速，2018 年已经为 1228 亿元规模。根据腾讯公司的研究，在 2016 年时传统 IDC 和纯云计算 IDC 已经接近 1:1，国内云计算用 IDC 建设高峰正迎面而来。

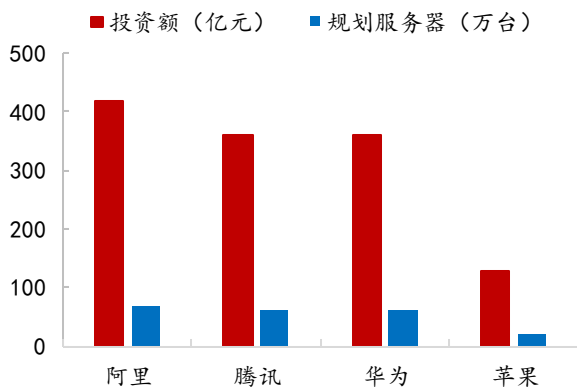
公开资料显示 2018-2020 年阿里、腾讯、华为、苹果公司等 4 家公司合计将投资 2268 亿元用于超大规模数据中心建设，约合 211 万个机柜，巨头加码将为云计算长远发展奠定坚实基础。

图 35：我国 IDC 市场规模 (亿元)



数据来源：科智咨询，财通证券研究所

图 36：2018-2020 年巨头加大数据中心投资

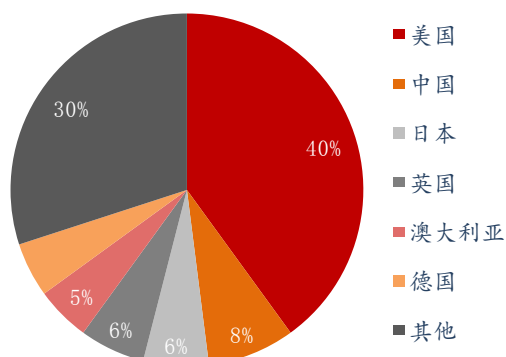


数据来源：Wind，财通证券研究所

超大型数据中心集中了绝大部分算力，是重要的衡量指标。科智咨询数据显示，2018 年全球范围内超大规模数据中心美国仍然以 40% 的份额傲视全球，中国、日本、英国、澳大利亚、德国分别占 8%、6%、6% 和 5% 的份额。

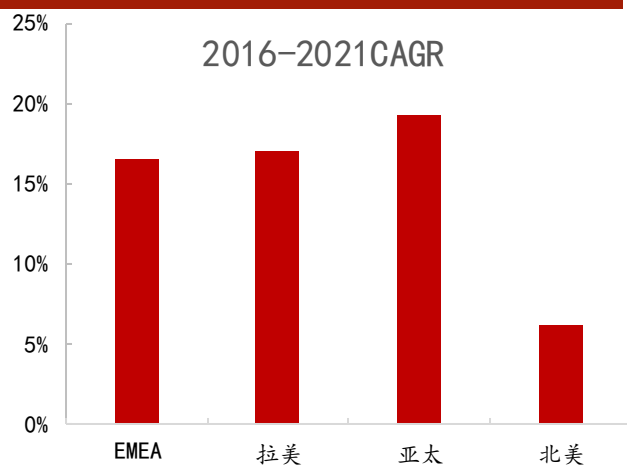
2021 年亚太地区超大规模数据中心的增长率将超越美国 4 个百分点，中国无疑是亚太地区主导力量，届时我国超大型数据中心份额将较为接近美国。

图 37：2018 年超大数据中心分布



数据来源：科研咨询，财通证券研究所

图 38：2016-2021 超大数据中心复合增长率

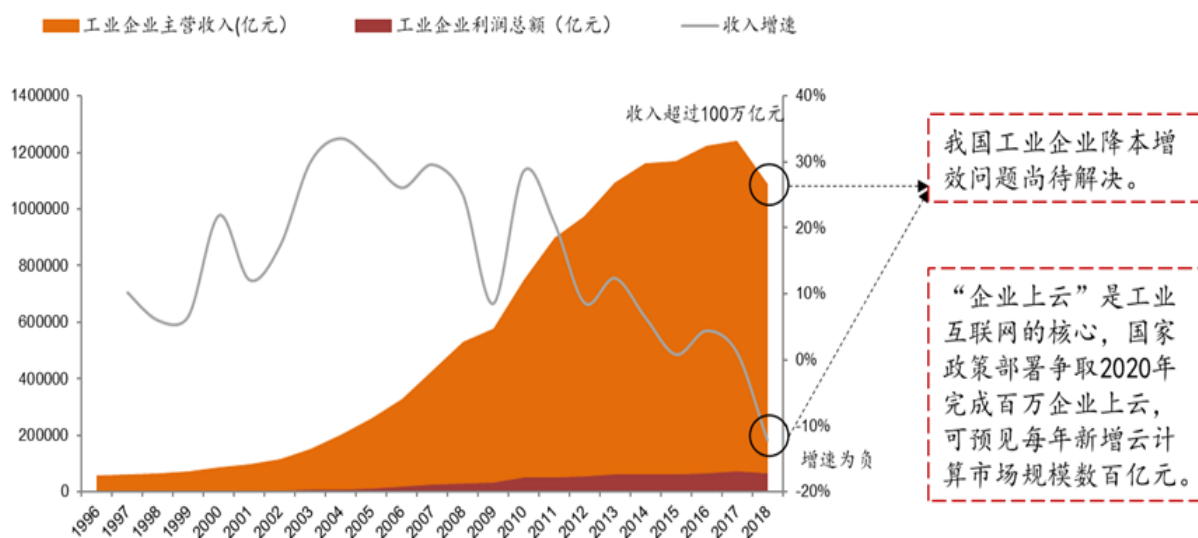


数据来源：IDC，财通证券研究所

云计算爆发因子三：“企业上云”兴起，推动企业降本增效

我国整个工业企业收入在 2018 年超过 100 万亿元，是重要的经济支柱，而近 4 年来增速却在 5% 以下，至 2018 年该增速达到负值，为 -12.23%。因此，如何降本增效是亟待解决的问题，此时工业互联网应运而生，其核心就是企业上云。我们观察到浙江、上海、江苏、北京、湖南等都在统一部署，争取 2020 年完成百万企业上云，可预见每年新增云计算市场规模数百亿元。

图 39：我国第二产业规模及增速（亿元）



数据来源：Wind，财通证券研究所

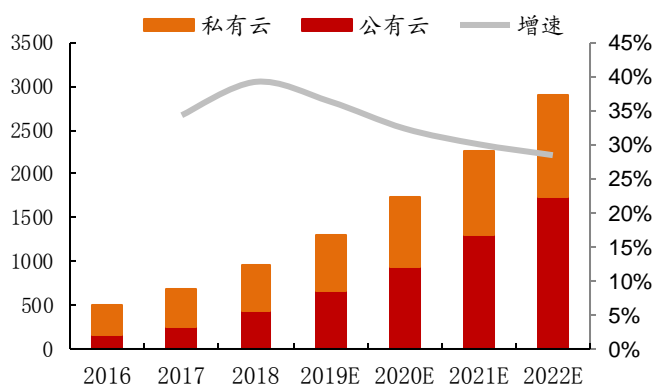
我国云计算规模持续扩大

我国现有云计算的规模与美国比较而言还很小，以 2017 年市场为例，我国云计

算规模相当于美国的 10%左右，但从增速看，未来 3 年复合增速约高于美国 10 个百分点。

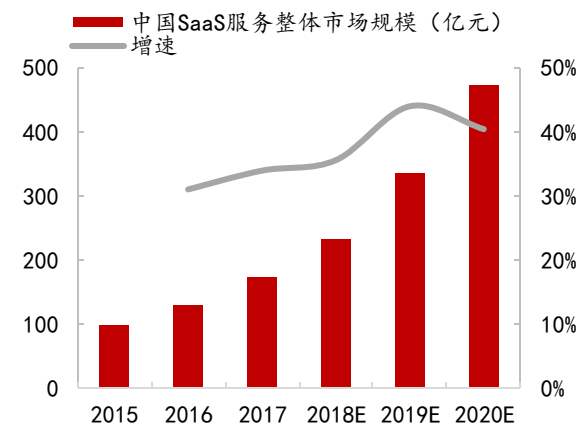
公有云是推动云计算增长的主要动力，未来 3 年公有云复合增长率高于私有云 15.28 个百分点，其中阿里巴巴是我国云计算市场的领导者，已占据国内云计算市场 12%，在公有云领域占比超过 40%，预计 2020 年阿里巴巴将占整个国内云计算市场接近 30%的份额，其中在公有云领域超过 50%，是绝对龙头。

图 40：我国云计算规模（亿元）



数据来源：信通院，财通证券研究所

图 41：我国 SaaS 服务市场规模（亿元）



数据来源：智研咨询，财通证券研究所

SaaS 层建立在 PaaS 层和 IaaS 层之上，集中在行业应用、CRM、ERP 和 OA 等领域，在云计算中占比超过 50%，其中国内 ERP 市场在经历 2012-2016 年的缓慢发展期后，市场规模及增速均开始出现了明显的回暖迹象，此外 2014-2018 年国家出台了一系列支持自主可控、国产软件替代的政策和文件，将加速其领域发展。我们认为有软件产品优势并占据明显市场份额的产品型公司将会在云计算领域保持竞争优势，随着下游需求爆发，盈利能力不断增强。

2.5 自主可控：产业将迎来拐点

自“中兴事件”后，“华为争端”的爆发反映出我国在核心技术及零部件国产化的不足，自主可控将加速落地。自主可控的要求是打破国外公司在整个互联网架构上的垄断，并防范国外软硬件可能会对国家安全造成影响。本质上而言，自主可控是需要解决 IT 基础设施和网络端中将会出现的供应链风险与安全风险，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“禁售”等原因而导致公司被迫停工。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，都需加强网络安全建设。

自主可控产业链大致可分为四部分：

1) IT 基础设施：主要指 CPU 芯片、服务器、存储、交换机、路由器，这些是信息安全的基础，国产化替代空间巨大。

- 2) 基础软件：主要指操作系统、数据库、中间件，随着基础软件技术逐渐成熟，国内厂商积极抢占国外巨头市场份额。
- 3) 应用软件：主要指为不同行业领域用户需求而提供的软件，比如电力行业、金融行业、政务应用、办公软件，目前国产化替代逐渐从基础软件向高端软件渗透。
- 4) 信息安全：主要指边界安全产品、终端安全产品、安全管理产品，目前国产信息安全产品可基本替代国外同类产品。

表 8：自主可控产业链梳理

领域	硬件类型	品牌/公司	应用成熟度	国产化渗透情况
高端硬件领域	CPU 芯片	兆芯、海光、中天微、龙芯、飞腾、神威、中晟宏芯、晟龙华芯通	较低	几乎没有
	存储器	浪潮信息、中科曙光、联想、华为、新华三、紫光西数、同有科技、海康威视、大华	较高	党政军全替代
	服务器	华为、浪潮信息、联想、中科曙光、新华三、中国长城	较高	较高
	整机	联想、紫光、中国长城	高	党政军全替代
基础软件	操作系统	深度、优麒麟、中标麒麟、SPG 思普、银河麒麟、凝思磐石、雨林木风	中	2%
	中间件	东方通、金蝶、汇金科技	较高	超过 25%
	数据库	人大金仓、巨杉、武汉达梦、神舟通用、南大通用	中	不到 10%
应用软件	办公软件	金山 WPS、中标普华、永中 office	高	超过 25%
	管理软件	用友、金蝶、浪潮、鼎捷、泛微	中	核心应用有待渗透
信息安全		启明星辰、北信源、绿盟科技、卫士通、中孚信息、蓝盾股份	高	基本全替代

数据来源：财通证券研究所

从国产替代的方向来看，大致包含三个层面：1. 国产操作系统加上国产 CPU 替代 Wintel 体系；2. 替代 IBM 或者 Intel 的小型机或服务器，Oracle 的数据库，以及 EMC 的存储设备；3. 替代以德国 SAP 公司 ERP 软件为代表的高端管理应用软件。若从替代步骤来看，其将从党政军起步并向重要行业逐步拓展。首先，我国计划在“十三五”期间完成党政领域的全国产化替代，其次将逐步进军几大关键行业领域，具体包括电力、民航、铁路、银行、证券、保险、海关、税务行业以及广电网和电信网。

表 9：国产替代的三个层面

国产化替代	技术成熟度
国产操作系统加上国产 CPU 替代 Wintel 体系	技术上已实现操作系统、CPU 和整机的完全替代，市场路径将从党政机关逐步渗透到关键行业

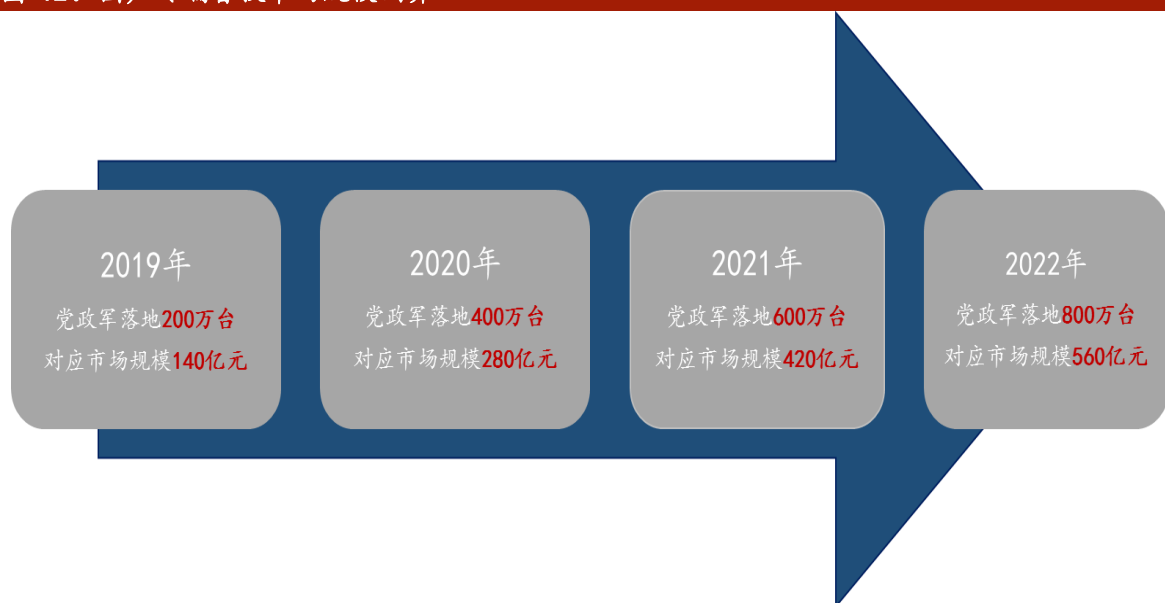
替代 IBM 或者 Intel 的小型机或服务器, Oracle 的数据库, 以及 EMC 的存储设备。	服务器已基本实现党政军全国产化, Oracle 的数据库测试性能良好
替代以德国 SAP 公司 ERP 软件为代表的 高端管理应用软件	国产化替代逐渐从基础软件向高端软件渗透

数据来源:《倪光南:从中美贸易摩擦看科技自主创新的机遇与挑战》, 财通证券研究所

根据“十三五”规划, 至 2020 年将完成党政军市场的全部国产化替代, 2020 年之后在国计民生行业推进, 这一进程因中美贸易摩擦升级有望加速推进。根据公开数据, 全国财政体系供养的工作人员超过 5000 万人, 其中党政机关公务员超过 700 余万人、军队约 200 万人、事业单位编制人员 3100 余万人、中央企业职工 1200 余万人, 总数合计超过 5000 万人。

根据主管单位的市场预测, 到 2022 年党政军及重点行业替换超过 2000 万台国产终端, 如果按年均分, 每年替换有望超过 500 万台终端及系统。对于国产终端价格, 我们采用政府采购网的中协议价格的最低值, 即 7000 元/台, 则国产终端市场在党政军领域的每年的市场规模约为 350 亿。考虑到 2019 年作为国产替代元年, 国产化终端落地速度或不及预期, 该市场真正爆发时机在于 2020-2021 年期间。因此, 我们假设 2019-2022 年国产终端落地数量分别为 200、400、600 和 800 万台。则相对应的年份的市场规模则分别为 140、280、420 和 560 亿元。

图 42: 国产终端替换市场规模测算



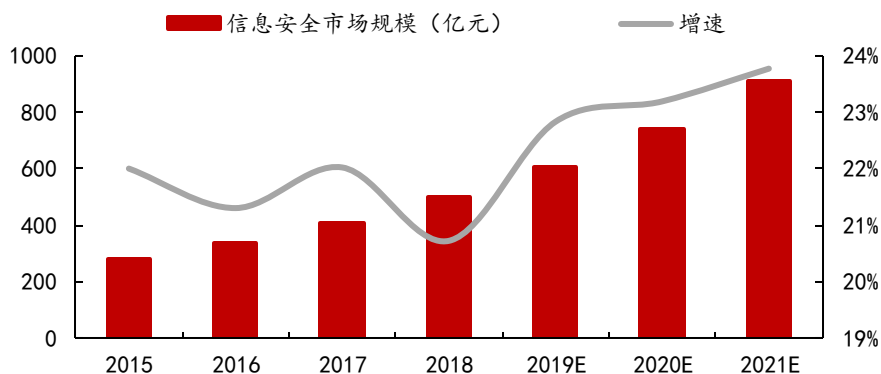
数据来源: 财通证券研究所

政策驱动信息安全快速推进

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。目前我国信息安全投入远低于发达国家, 未来提升空间巨大。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%,

随着等保 2.0 等政策的推动,预计 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。

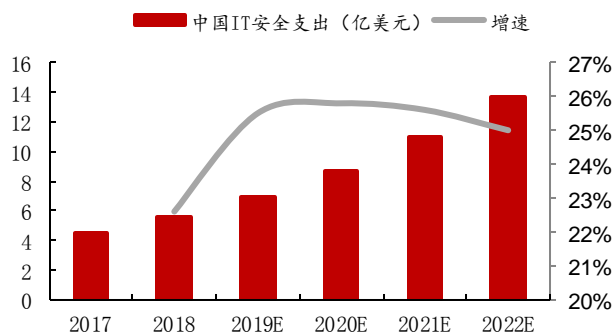
图 43: 我国网络信息安全市场规模 (亿元)



数据来源: CCID, 财通证券研究所

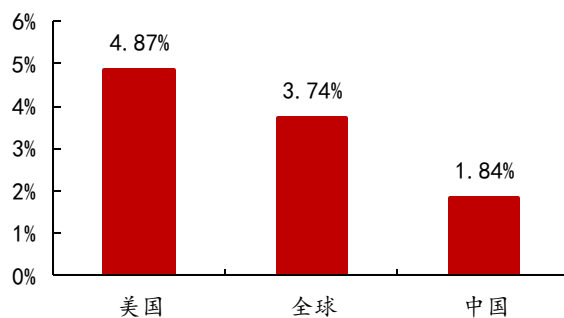
我国 IT 安全支出加速增长,渗透率仍属较低水平。根据 IDC 预测,我国网络安全 IT 支出加速增长,2018 年较去年同期提升了约 3pct,但整体投入较全球水平仍然有较大的差距。根据 IDC 数据统计,2018 年国内 IT 安全占比仅为 1.84%,远低于全球平均水平,较美国 4.87%的渗透率约有近两倍的提升空间。因此,预计 2019-2022 年期间,我国 IT 安全支出将有望达到 25%以上的复合增速。

图 44: 我国 IT 安全支出规模 (亿美元)



数据来源: IDC, 财通证券研究所

图 45: 我国 IT 安全支出远低于全球水平



数据来源: IDC, 财通证券研究所

等保 2.0 正式出台, 加速信息安全发展

三大标准发布,开启等保 2.0 新时代。2019 年 5 月 13 日,网络安全等级保护 2.0 的三大核心标准正式发布,包括《信息安全技术网络安全等级保护基本要求》(GB/T 22239-2019)、《信息安全技术网络安全等级保护测评要求》(GB/T 28448-2019)、《信息安全技术网络安全等级保护安全设计技术要求》(GB/T 25070-2019),将在 2019 年 12 月 1 日正式实施。

相较于 1.0,等保 2.0 的主要变化在于保护工作内容的扩展、保护对象的扩展、

保护力度的提升这三个方面。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，并有望刺激信息安全需求增加。

表 10：等保 2.0 的区别

类别	网络主体	等保 2.0 影响
老对象	互联网企业、基础网络、重要信息系统、网站、移动互联网等	等保 1.0 主要对象，2.0 将加强主体责任和评测，将安全防护措施补充更新到位
较普及新对象	云计算平台、大数据中心、公众服务平台等	技术较成熟但未被 1.0 覆盖，新纳入覆盖并将短期内安全市场空间产生带动
发展初期新对象	物联网系统、工业控制系统等	渗透率低，安全市场空间主要随对象自身不断成熟而带动，以中远期影响为主

数据来源：政府网站，财通证券研究所

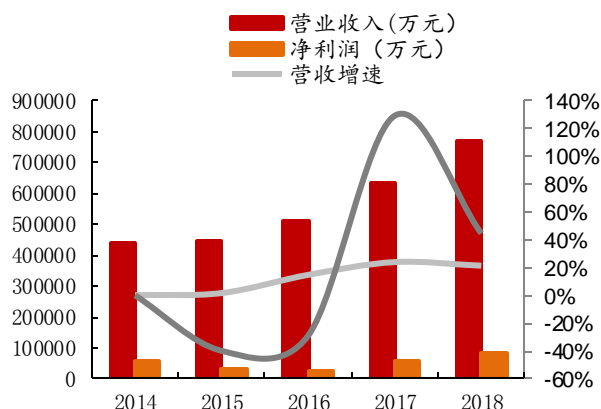
3、推荐标的梳理

3.1 用友网络 (600588.SH)

公司是我国 ERP 软件领域代表性公司，其在传统 ERP 领域一直保持内资厂商的霸主地位，体量是第二名金蝶国际的近 3 倍；在国内高端 ERP 市场处于 NO.3 的位置，约为 13% 的份额。

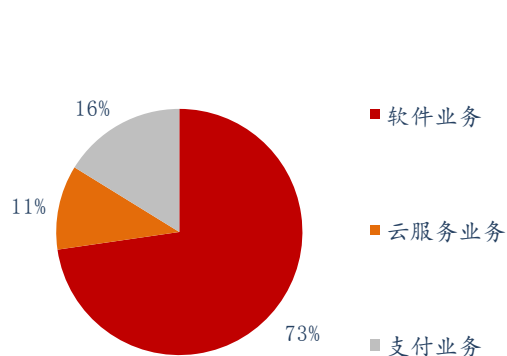
2018 年公司实现营业收入 77.03 亿元，同比增长 21.4%；其中传统软件业务同比增长 8.7%，约占 73%；云服务和金融服务业务的收入增速分别为 108%、55%；归属于上市公司股东的净利润 6.12 亿元，同比增长 57.3%。

图 46：用友网络历年营业收入及净利润



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 47：用友网络主营构成 (2018)



数据来源：Wind，财通证券研究所

公司在基于传统软件业务平稳增长下，云服务（不含金融云）及金融服务业务的快速发展是公司业绩提升的主要动力，2018 年其分别占公司营业收入的 11.04%、16.14%，较 2017 年上升 4.59pct、3.49pct，业务结构的优化验证了公司 3.0 转型战略的有效执行，也为公司未来发展奠定良好基础。

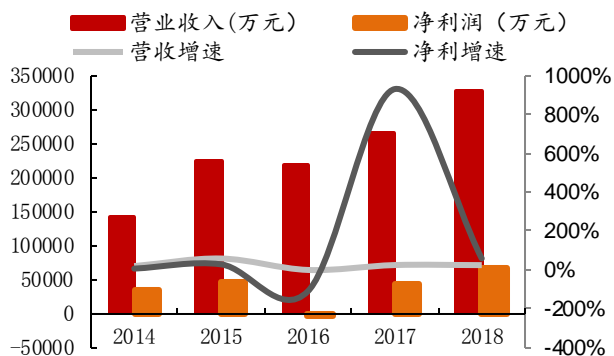
公司针对大、中、小微企业客户均有相应的云 ERP 产品，云服务产品线完善。同时，公司云计算用户数近年来一直保持高速拓展，2018 年付费用户数达到 36.19 万家，较 2017 年年底增长 55%。客户群体的雄厚基础和稳定增长将与云服务产品产生共振，为公司带来业绩弹性。

3.2 恒生电子 (600570.SH)

公司是中国领先的金融软件和网络服务供应商，聚焦于财富资产管理，致力于为证券、期货、基金、信托、保险、银行、交易所、私募等机构提供整体的解决方案和服务，为个人投资者提供财富管理工具。

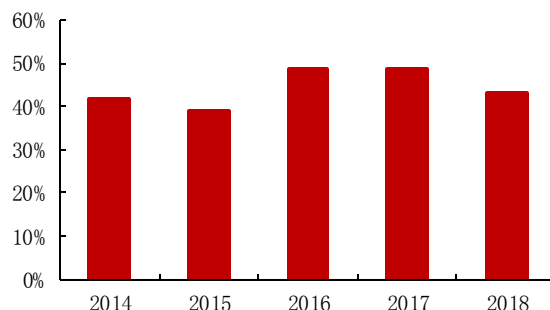
公司产品主要分为经纪业务、资产管理业务、财富管理业务、交易所业务和银行业务等 5 类产品，其中经纪业务是公司最早的产品，目前占比较为稳定，资产管理和财富管理业务产品是最近 3-5 年发展较快的产品，两者合计约占 50% 比例。

图 48：恒生电子历年营业收入及净利润



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 49：恒生电子研发投入



数据来源：Wind，财通证券研究所

公司 2014-2018 年收入和净利润复合增长率为 16.1% 和 13.8%，得益于市场行情较好，证券投资机构加大了对 IT 的投入，2015 年营收增速 50% 以上，随后稳步向上，与行业投资波动幅度相近；公司净利润在 2015 年出现波动，但 2016-2018 年净利润恢复到正常状态。

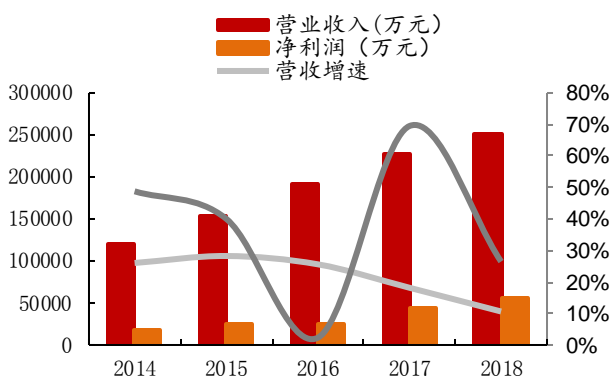
公司常年持续高研发力度，研发投入占营业收入比值保持在 40% 以上，而高研发投入也是公司维持核心竞争力的坚实基础。公司不断在尝试新业务，布局云计算、大数据等新技术，我们看到公司有多个业务板块与云计算相关，通过恒生聚源较早布局了金融大数据业务。

3.3 启明星辰 (002439.SZ)

公司是国内极具实力的、拥有完全自主知识产权的网络安全产品、可信安全管理平台、安全服务与解决方案的综合提供商。公司已对网御星云、杭州合众、书生电子进行了全资收购，自此，集团成功实现了对网络安全、数据安全、应用业务安全等多领域的覆盖，形成了信息安全产业生态圈。

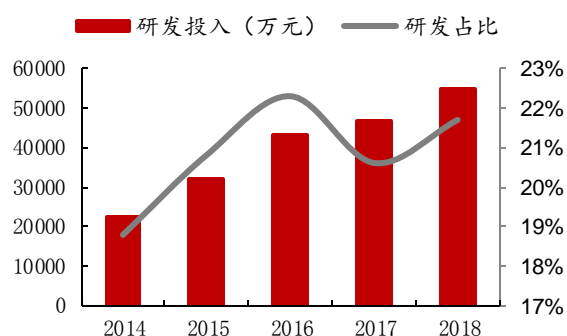
公司一直保持着我国入侵检测/入侵防御、统一威胁管理、安全管理平台、运维安全审计、数据审计与防护市场占有率第一位。作为信息安全产业的领军企业，启明星辰以用户需求为根本动力，通过不断耕耘，已经成为政府、电信、金融、税务、能源、交通、军队、军工、制造等国内高端企业级客户的首选品牌。

图 50：启明星辰历年营业收入及净利润



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 51：启明星辰研发投入



数据来源：Wind，财通证券研究所

公司营收、净利快速增长，2018 年收入规模达 25.2 亿元，为 2014 年收入的两倍，期间营收复合增长率达 20.5%。2018 年净利润达 5.6 亿元，同比增长 26.52%，达到成立以来最高。此外，公司近年来研发费用逐步增长，2014-2018 年期间 CAGR 达 24.9%，研发占比维持在 20% 以上，远高于行业平均水平，而高研发投入是不断更新技术和维护大客户的制胜法宝。

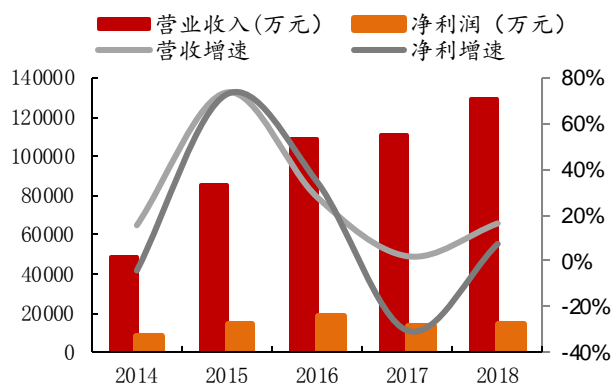
2018 年是公司在新的“1³”发展阶段——独立运营（Independence）、互联（Interconnect）、智能（Intelligence），在全国范围内大力开拓独立安全运营业务的完整一年，继国内首个智慧城市安全运营中心——成都安全运营中心启动运营之后，建成、在建运营中心约 20 个，包括：成都、济南、青岛、天津、广州、南昌、西宁、三门峡、攀枝花等城市，安全运营效果赢得用户的认可和市场的检验。未来 2-3 年，此项业务有望取得高速增长。

3.4 思创医惠 (300078.SZ)

公司传统主业是电子商品防盗(EAS)，同时专注于无线射频识别系统(RFID)定制化硬件产品和行业应用解决方案的开发与服务，是零售支持领域新理念的开拓者和引领者。

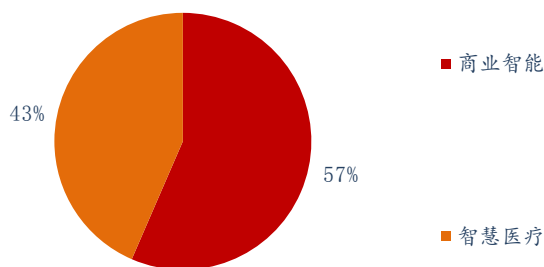
2015 年并购医惠科技后涉足医疗信息化业务，经过近 3 年的融合，公司两块业务逐步找到契合点，我们看到公司在 2018 年 11 月 10 日公布增发预案，募集约 8.5 亿元资金投向智慧医疗、医疗大数据等项目，其中智慧医疗将于 RFID 业务深度融合，帮助医院建立起耗材和常用物资的日常监控体系。

图 52：思创医惠历年营业收入及净利润



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 53：思创医惠主营构成（2018）



数据来源：Wind，财通证券研究所

公司在基于业务快速拓展下逐步调节其收入结构，集中发力高毛利率的智慧医疗业务，2018 年年报来看智慧医疗业务已经占到 43% 的收入比重，较去年提升了 6.32pct，该业务营收增速达 36.17%；商业智能业务（防盗标签和 RFID 业务等）占据 57%。

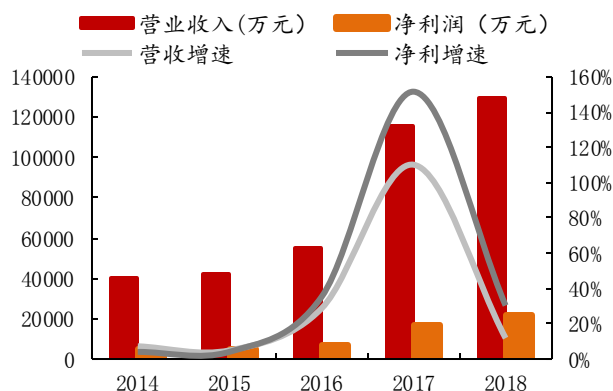
我们推断 2019-2021 年将会是医疗信息化行业的黄金发展期，以电子病历、医联体与互联互通为核心信息化建设将迎来高峰，并有望为公司带来业绩弹性。

3.5 创业慧康（300451.SZ）

公司是国家级高新技术企业、国家规划布局内重点软件企业、国家火炬计划软件产业基地骨干企业、华东医疗行业十佳系统集成商等，是我国医疗卫生行业应用软件发展的重点企业。

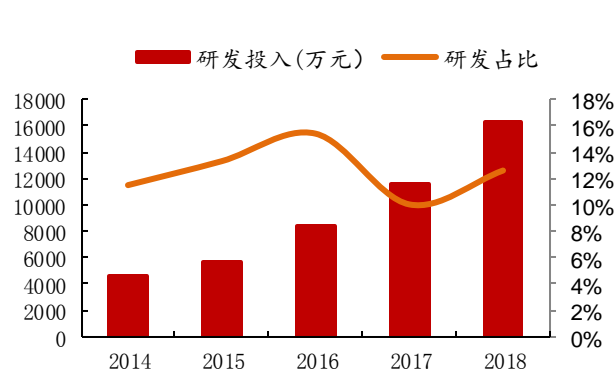
公司一直专注于医疗卫生行业的信息化建设业务，主要业务分为医疗卫生信息化应用软件和基于信息技术的系统集成业务。公司拥有一支由医疗卫生行业专家领衔，众多相关专业技术人员组成的团队，具有强大的技术研发能力和丰富的项目实施经验。先后承担了国家电子发展基金项目、国家高新技术产业化项目、国家火炬计划项目、国家创新基金项目等 40 多项国家、省、市级重大技术研发项目。

图 54：创业慧康历年营业收入及净利润



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 55：创业慧康研发投入



数据来源：Wind，财通证券研究所

公司整体营收、净利润增速稳健，医疗 IT 业务受益行业高景气快速增长。从研发投入来看，公司整体研发投入规模稳步提升，结合公司医疗业务收入规模看，公司的研发投入占营收比重均超过 10%，处于可比公司的领先水平。

公司在 2018 年与腾讯和阿里分别签署了合作协议，我们判断合作领域并不一致，腾讯目前主要的精力在于搭建医疗影像大数据分析平台，阿里更加侧重于在社区卫生平台大数据的变现。

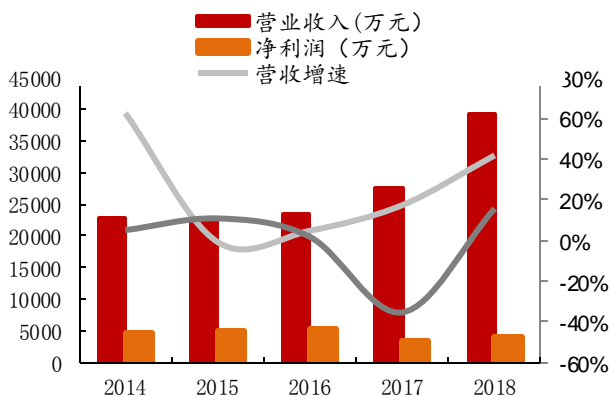
我们推断 2019-2021 年将会是电子病历升级高峰，届时将带来电子病历市场 10 倍增长，预计 2022 年将超 100 亿元，4 年复合增长率或达 86.3%，医疗信息化行业将迎来黄金发展期。公司作为院内信息化领域的第一梯队，拥有较高市占率，具备完善的研发体系和销售网络，并已在全国布局，将充分享受行业红利。

3.6 和仁科技 (300550.SZ)

公司是一家具有核心产品的数字医疗信息服务提供商。公司为国内数字化医院建设、区域卫生信息化建设、个人健康管理提供最先进、最全面的整体解决方案，为客户提供包括专业咨询、战略规划、总包集成、软件授权、系统托管、增值服务在内的一站式信息化服务。公司的医疗卫生信息平台是以患者主索引、分布式文档存储、CDA、统一术语等核心组件搭建的符合国家卫生部标准、遵循国际规范的互联互通的数据中心和业务服务平台。

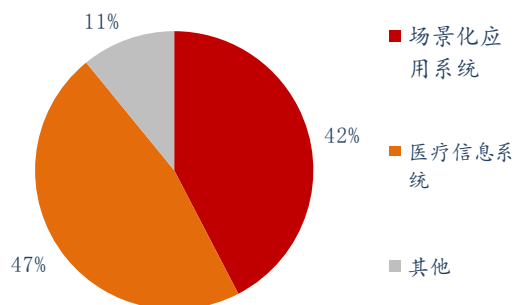
得益于医疗信息化行业高景气度的持续，公司各项业务均呈现快速增长态势，其中 2018 年医疗场景化应用、医疗信息系统业务分别实现营业收入 16.58、18.29 亿元，同比增速分别为 70.85%、34.59%。我们认为，在基于部队医院明显的卡位优势下，深耕地方公立医院市场，拓宽下游客户资源，随着新一轮医改春风启动，公司将充分享受行业爆发红利。从大额订单的突破情况也可以佐证这一点，公司先后中标多个医疗机构信息化改造和升级项目，如江西省妇幼保健院（8209 万）、邵逸夫医院（4250 万）等医疗机构的数据中心项目。

图 56：和仁科技历年营业收入及净利润



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 57：和仁科技主营构成 (2018)



数据来源：Wind，财通证券研究所

公司于 2019 年与中国联通四川分公司签署《战略合作协议》，并就两个方面展开协同合作：1) 发展川内大型医疗机构（主要是三甲以上医院）院内信息化系统；2) 利用双方优势协同发展川内区域医疗信息平台，以“先看病、后付费”项目为契机，推进区域人口健康大数据、区域卫生健康信息化平台、远程医疗信息平台。我们认为，公司作为院内信息化领域的优质企业，凭借其“新军字一号”系统领先的技术优势，深度绑定联通四川分公司，并在基于联通在四川省内独特的渠道优势，实现技术+渠道的正反馈。同时，在区域医疗信息平台项目完成后，公司作为该项目唯一的医疗软件提供商，将有望实现向平台服务商的纵向延伸，而未来相关的互联网业务延伸也将是其业绩最大的增量点之一。

4、风险提示

宏观经济持续下行；中美贸易争端加剧；市场竞争加剧。

信息披露**分析师承诺**

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于 -15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 -5% 以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。