

大势向好，掘金景气细分

——计算机行业 2020 年年度投资策略

行业年度报告

◆2019 板块内呈现明显主题分化，2020 年大势向好

2019 年板块内标的涨幅呈现明显主题分化，安全可控与 ETC 板块涨幅靠前。与 2018 年有明显不同的是涨幅与市值大小没有明显相关。目前板块估值略低于过去十年中位数水平、机构持仓相对不高，在政策利好和行业内景气持续双驱动下，我们看好 2020 年计算机板块表现。政策驱动重点关注安全可控、数字货币，行业内景气关注云计算、医疗 IT、信息安全。

◆估值可接受，机构持仓相对不高：

2019Q3 板块公募基金持仓比例 4.17%，环比上升 0.11 个百分点，略超配 0.43 个百分点。计算机指数 PE(TTM，整体法，剔除负值)47 倍处于过去十年中位数水平。从个股估值看，中信计算机行业分类有 218 个标的，Wind 中 126 个标的有 2020 年预测 PE，2020 预测估值低于 30 倍的有 63 个，占比 50%。

◆投资建议：

(1) DCEP 箭在弦上，央行数字货币的推出带来 IT 领域建设、运营等相关领域的机会值得重点重视。推荐**长亮科技、新大陆、数字认证、格尔软件**。

(2) 安全可控有望继续深化泛化。推荐**中国长城、太极股份、景嘉微、诚迈科技**。政策驱动下信安行业景气度拐点来临，相关公司有望迎来业绩和估值双击时刻。推荐**安恒信息、南洋股份、拓尔思、绿盟科技、启明星辰**。

(3) 看好超融合在私有云市场的渗透，以及 SAAS 公司云化持续推进的机遇。推荐**深信服、用友网络、石基信息、泛微网络、广联达、汇纳科技**。

(4) 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。推荐**思创医惠、卫宁健康、久远银海**。

◆**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 | |
| 300579 | 数字认证 | 40.00 | 0.72 | 0.56 | 0.75 | 83 | 71 | 53 | 增持 |
| 603232 | 格尔软件 | 27.13 | 0.84 | 0.69 | 0.91 | 46 | 39 | 30 | 增持 |
| 300474 | 景嘉微 | 57.00 | 0.53 | 0.58 | 0.88 | 121 | 98 | 65 | 买入 |
| 300598 | 诚迈科技 | 108.0 | 0.2 | 0.39 | 0.56 | 543 | 277 | 193 | 增持 |
| 688023 | 安恒信息 | 102.0 | 1.38 | 1.13 | 1.66 | 98 | 90 | 61 | 增持 |
| 002777 | 久远银海 | 31.81 | 0.69 | 0.68 | 0.92 | 61 | 47 | 35 | 增持 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 29 日

注：首页主要为新覆盖公司，非全部推荐公司，完整数据见表格 9

买入（维持）

分析师

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

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

万义麟 (执业证书编号：S0930519080001)
021-52523859
wanyilin@ebcn.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A股市场普涨，计算机板块超额收益明显。第三季度公募基金对板块超配0.4个百分点。截至2019年11月25日，计算机指数PE(TTM，整体法，剔除负值)47倍，略低于处于过去十年中位数水平。云计算、人工智能为代表的产业趋势持续渗透，数字货币、安全可控、医疗IT受益政策催化边际改善明显，迎来高景气周期。

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。梳理央行数字货币的发展路径，尝试探讨DCEP落地带来的影响。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

展望明年，流动性目前尚看不到收紧迹象，政策带来的行业边际好转仍可持续，产业自身规律驱动的行业进展仍处于成长早期，虽然估值性价比相比去年底有所降低，但预计仍将会有较好的结构性机会。我们认为结合产业趋势，把握政策边际变化的催化，挖掘高景气细分领域仍是核心主线。

(1) DCEP箭在弦上，央行数字货币的推出带来IT领域建设、运营等相关领域的机会值得重点重视。推荐**长亮科技、新大陆、数字认证、格尔软件**。

(2) 安全可控有望继续深化泛化。推荐**中国长城、太极股份、景嘉微、诚迈科技**。政策驱动下信安行业景气度拐点来临，相关公司有望迎来业绩和估值双击时刻。推荐**安恒信息、南洋股份、拓尔思、绿盟科技、启明星辰**。

(3) 看好超融合在私有云市场的渗透，以及SAAS公司云化持续推进的机遇。推荐**深信服、用友网络、石基信息、泛微网络、广联达、汇纳科技**。

(4) 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。推荐**思创医惠、卫宁健康、久远银海**。

目 录

| | |
|---|----|
| 1、 整体观点：大势向好，掘金景气细分 | 6 |
| 1.1、 市场回顾 | 6 |
| 1.2、 估值处于过去 10 年中位数水平 | 7 |
| 1.3、 大势向好，掘金景气细分 | 8 |
| 2、 DCEP 呼之欲出，相关领域机会值得重视 | 9 |
| 3、 安全可控加速推进，行业景气持续 | 11 |
| 3.1、 自主可控产业迎来拐点 | 11 |
| 4、 信息安全边际改善明显，安全服务和新兴安全是未来趋势 | 16 |
| 4.1、 政策推动行业中长期需求改善 | 16 |
| 4.2、 行业高速增长，安全服务和新兴是未来趋势 | 19 |
| 5、 云计算持续渗透，看好超融合和 SAAS 服务 | 21 |
| 5.1、 超融合：软件定义数据中心新势力，应用驱动 IT 架构变革 | 21 |
| 5.2、 SAAS 服务：行业高速增长，应用持续渗透 | 23 |
| 6、 医疗信息化高景气持续，创新业务探索中前行 | 25 |
| 7、 投资策略及重点个股 | 27 |
| 7.1、 投资策略 | 27 |
| 7.2、 重点个股 | 29 |
| 8、 风险提示 | 53 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1：2019 年初至今计算机指数上涨 37% | 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 6 名 | 7 |
| 图 3：2019Q3 公募基金持仓超配 0.43 个百分点 | 7 |
| 图 4：当前计算机指数 PE(TTM，剔除负值)47 倍，略低于过去十年中位数水平(截止 2019 年 11 月 25 日) | 8 |
| 图 5：53% 个股 2020 年估值在 30 倍 PE 以下(截止 2019 年 11 月 25 日) | 8 |
| 图 6：DCEP 双层发行体系 | 10 |
| 图 7：自主可控需要解决的风险 | 12 |
| 图 8：我国网信领域的长短板 | 13 |
| 图 9：越来越多企业加入华为鲲鹏生态圈 | 13 |
| 图 10：鲲鹏计算产业发展规划 | 14 |
| 图 11：2014-2017 年中国商用市场分行业 PC 出货量 | 15 |
| 图 12：2017 年我国大企业垂直细分行业出货量及增长率 | 15 |
| 图 13：等级保护的对象扩大 | 17 |
| 图 14：等保 2.0 制度下防御体系升级 | 18 |
| 图 15：中国网络信息安全市场规模与增长率 | 19 |
| 图 16：部分年份中国信息安全各细分领域市场份额（按销售额分） | 20 |
| 图 17：2018 年全球信息安全市场结构（按销售额分） | 20 |
| 图 18：全球云安全市场规模及其预测 | 21 |
| 图 19：我国云安全市场规模及其预测 | 21 |
| 图 20：我国数据安全市场规模及其预测 | 21 |
| 图 21：我国物联网安全市场规模及其预测 | 21 |
| 图 22：中国超融合市场规模过去十个季度保持超过 50% 的高速增长 | 22 |
| 图 23：2019 上半年中国市场超融合厂商份额 | 23 |
| 图 24：2018-2022 年中国 SaaS 市场规模预测 | 25 |
| 图 25：2017 年中国 SaaS 厂商销售占比 | 25 |
| 图 26：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：央行数字货币研究进展一览 | 9 |
| 表 2：自主可控整机市场预测 | 15 |
| 表 3：自主可控各产业链环节主要参与厂商 | 16 |
| 表 4：等保 2.0 中测评结论 | 18 |
| 表 5：国外主要云计算企业的云业务收入情况 | 23 |
| 表 6：国内部分云转型厂商云收入情况 | 24 |
| 表 7：电子病历系统整体应用水平分级评价基本要求 | 26 |
| 表 8：我国电子病历分级评价情况 | 26 |
| 表 9：推荐公司盈利预测、估值与评级 | 28 |

| | |
|-----------------------------------|----|
| 表 10：长亮科技业绩预测和估值指标 | 29 |
| 表 11：新大陆业绩预测和估值指标 | 30 |
| 表 12：数字认证盈利预测(单位：百万元) | 31 |
| 表 13：可比公司估值(收盘价：元/股；EPS：元/股)..... | 32 |
| 表 14：数字认证业绩预测和估值指标 | 32 |
| 表 15：格尔软件盈利预测(单位：百万元) | 33 |
| 表 16：可比公司估值(收盘价：元/股；EPS：元/股)..... | 33 |
| 表 17：格尔软件业绩预测和估值指标 | 33 |
| 表 18：中国长城业绩预测和估值指标 | 34 |
| 表 19：太极股份业绩预测和估值指标 | 35 |
| 表 20：景嘉微业绩预测和估值指标 | 36 |
| 表 21：公司未来三年收入预测 | 38 |
| 表 22：可比公司的 PE 比较 | 38 |
| 表 23：诚迈科技业绩预测和估值指标 | 38 |
| 表 24：启明星辰业绩预测和估值指标 | 39 |
| 表 25：可比公司的 PE 比较 | 40 |
| 表 26：安恒信息业绩预测和估值指标 | 41 |
| 表 27：拓尔思业绩预测和估值指标 | 42 |
| 表 28：南洋股份业绩预测和估值指标 | 43 |
| 表 29：绿盟科技业绩预测和估值指标 | 43 |
| 表 30：深信服业绩预测和估值指标 | 44 |
| 表 31：用友网络业绩预测和估值指标 | 45 |
| 表 32：石基信息业绩预测和估值指标 | 46 |
| 表 33：泛微网络业绩预测和估值指标 | 47 |
| 表 34：广联达业绩预测和估值指标 | 48 |
| 表 35：汇纳科技业绩预测和估值指标 | 49 |
| 表 36：思创医惠业绩预测和估值指标 | 50 |
| 表 37：卫宁健康业绩预测和估值指标 | 51 |
| 表 38：久远银海盈利预测(单位：百万元) | 52 |
| 表 39：可比公司估值(收盘价：元/股；EPS：元/股)..... | 52 |
| 表 40：久远银海业绩预测和估值指标 | 53 |

1、整体观点：大势向好，掘金景气细分

2019 年年初至今¹，计算机指数整体上涨 37%，涨幅在所有中信一级行业中位列第六。在流动性改善叠加政策加持的预期下，市场情绪回暖，高景气细分领域标的受到市场广泛青睐。受益取消省界收费站政策的强力推进，ETC 市场迎来高景气周期，相关个股表现亮眼。自主可控板块在政策驱动以及景气拐点预期下，股价有明显表现。此外，符合产业趋势的云计算板块，以及受益政策驱动边际景气度好转的信息安全领域获得机构投资者重配。

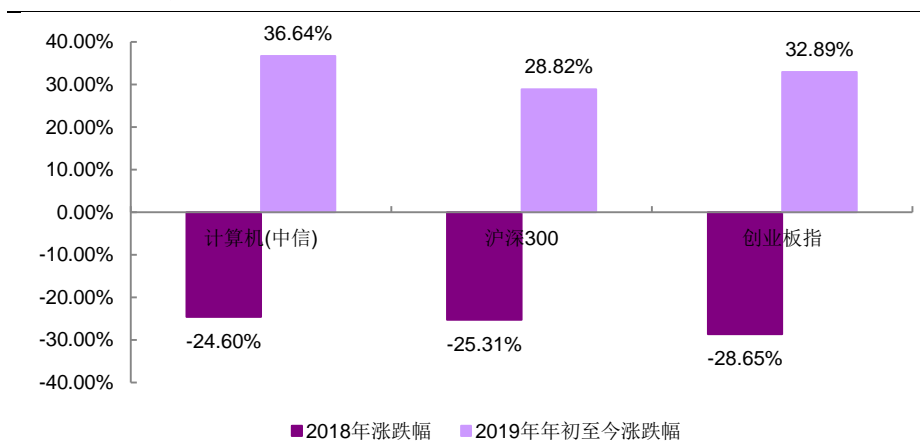
展望明年，结合政策与产业共振，寻找高景气度细分仍是核心主线。DCEP 箭在弦上，央行数字货币的推出带来 IT 领域建设、运营等相关领域的机会值得重点重视。自主可控持续推进，2020 年行业高景气度将持续。看好超融合在私有云市场的渗透，以及 SAAS 公司云化持续推进的机遇。信息化建设标准时间节点临近，行业空间提升明显，医疗 IT 领域仍充满机会。政策驱动下信安行业景气度拐点来临，相关公司有望迎来业绩和估值双击时刻。

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

2019 年初至今 A 股市场整体呈普涨行情。计算机指数上涨 37%，同期创业板指数上涨 33%，沪深 300 指数上涨 29%，板块兼具绝对收益与相对收益。剔除新上市个股，2019 年涨幅前五的个股万集科技(+426%)、诚迈科技(+329%)、金溢科技(+266%)、中国软件(+220%)、中国长城(+216%)具有明显的绝对收益。

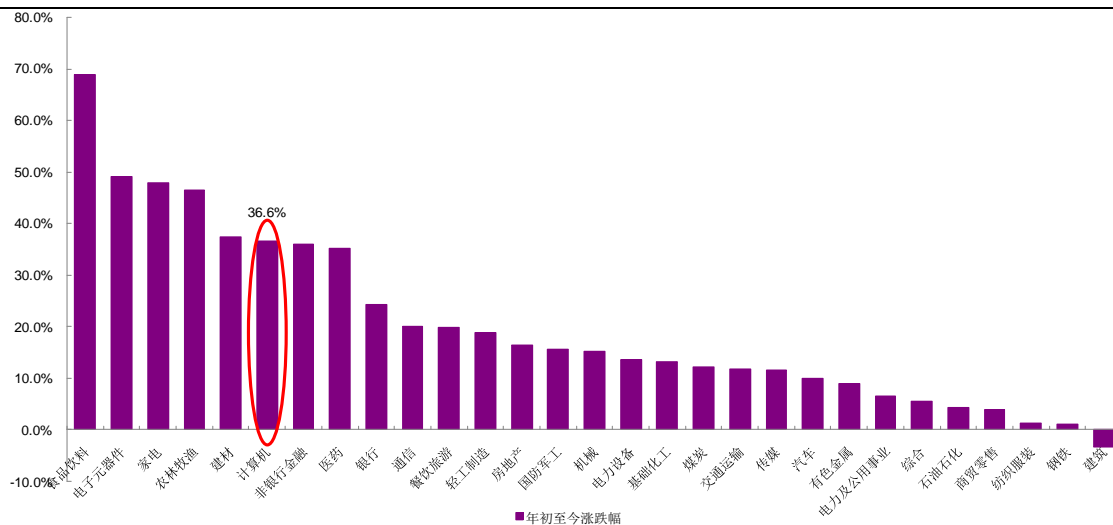
图 1：2019 年初至今计算机指数上涨 37%



资料来源：WIND，光大证券研究所

¹¹注：报告中所有指数及板块的估值数据为截止到 2019 年 11 月 25 日的的数据。

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 6 名

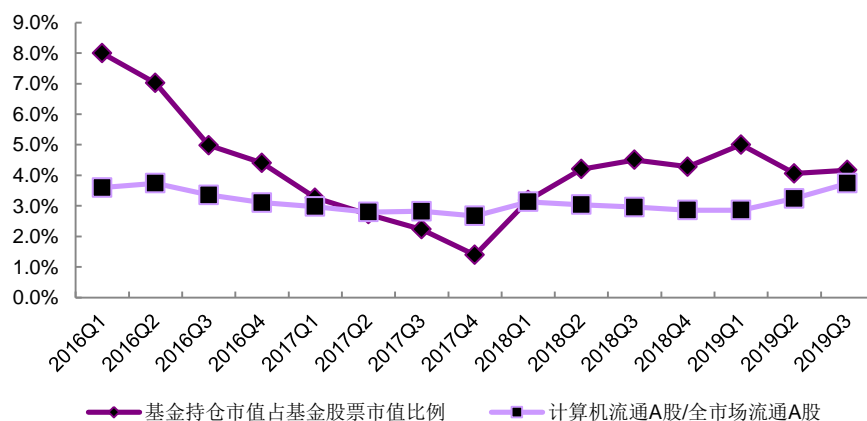


资料来源：WIND，光大证券研究所

1.1.2、2019Q3 公募基金板块持仓 4.17%超配 0.43 个百分点

以公募基金重仓持股统计，2019Q3 公募基金重仓持有计算机板块市值总计 448 亿元，占同期公募基金股票市值 2.11 万亿的 2.12%，与 2019Q2 持平，处于近三年偏高水平。同期公募基金重仓持有 A 股占公募基金 A 股股票市值的 50.8%，假设计算机板块重仓持股占比同为 50.8%，那么对应 2019Q3 计算机板块公募基金持仓比例为 4.17%，环比 2019Q2 的 4.06% 上升 0.11 个百分点。而同期计算机板块流通市值 1.66 万亿，占全部 A 股流通市值 44.38 万亿的 3.74%，计算机板块整体超配 0.43 个百分点。

图 3：2019Q3 公募基金持仓超配 0.43 个百分点



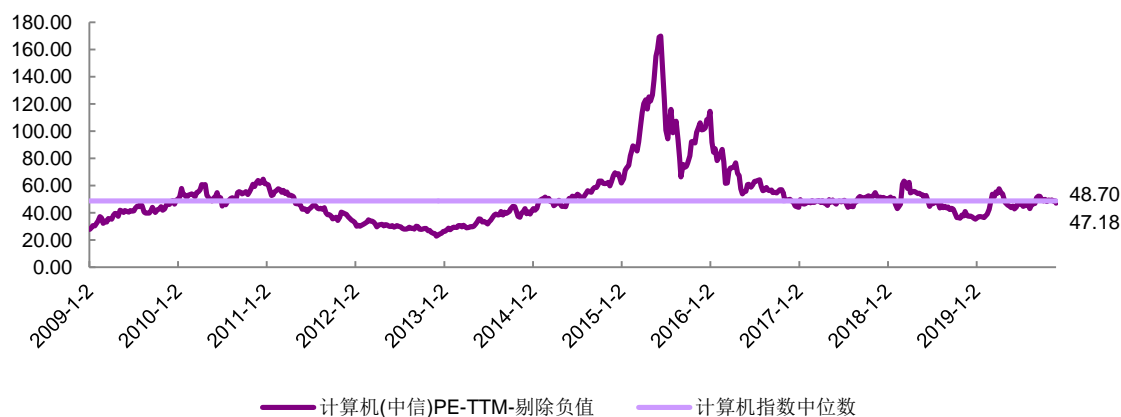
资料来源：wind，光大证券研究所

1.2、估值处于过去 10 年中位数水平

截止 2019 年 11 月 25 日，计算机指数 PE(TTM，剔除负值)47 倍，略低于过去十年中位数水平。从个股估值看，有 wind 一致预期的 126 只个股

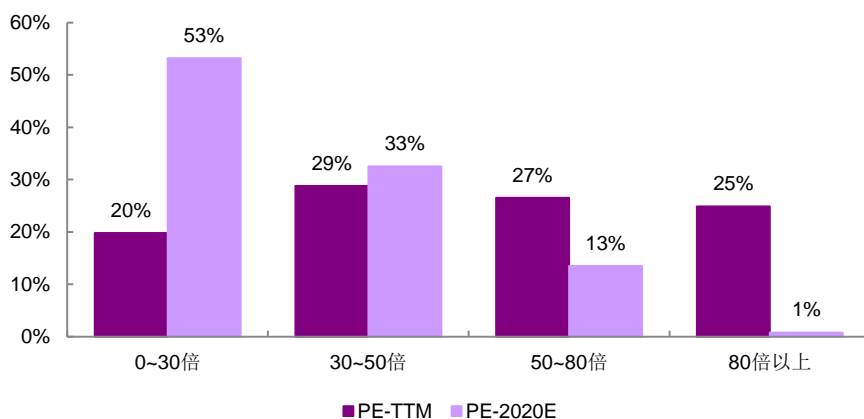
中，53%个股 2020 年估值在 30 倍以下。

图 4：当前计算机指数 PE(TTM，剔除负值)47 倍，略低于过去十年中位数水平(截止 2019 年 11 月 25 日)



资料来源：WIND，光大证券研究所

图 5：53%个股 2020 年估值在 30 倍 PE 以下(截止 2019 年 11 月 25 日)



资料来源：WIND，光大证券研究所

1.3、大势向好，掘金景气细分

展望明年，流动性目前尚看不到收紧迹象，政策带来的行业边际好转仍可持续，产业自身规律驱动的行业进展仍处于成长早期，虽然估值性价比相比去年底有所降低，但预计仍将会有较好的结构性机会。我们认为结合产业趋势，把握政策边际变化的催化，挖掘高景气细分领域仍是核心主线。

(1) DCEP 箭在弦上，央行数字货币的推出带来 IT 领域建设、运营等相关领域的机会值得重点重视。推荐长亮科技、新大陆、数字认证、格尔软件。

(2) 安全可控有望继续深化泛化。推荐中国长城、太极股份、景嘉微、诚迈科技。政策驱动下信安行业景气度拐点来临，相关公司有望迎来业绩和估值双击时刻。推荐安恒信息、南洋股份、拓尔思、绿盟科技、启明星辰。

(3) 看好超融合在私有云市场的渗透，以及 SAAS 公司云化持续推进的机遇。推荐深信服、用友网络、石基信息、泛微网络、广联达、汇纳科技。

(4) 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。推荐思创医惠、卫宁健康、久远银海。

2、DCEP 呼之欲出，相关领域机会值得重视

中国央行早在 2014 年就成立了数字货币研究小组，2017 年 5 月数字货币研究所正式挂牌。2019 年 6 月 18 日 Facebook 发布 Libra 白皮书引发全球关注，8 月中国人民银行支付结算司副司长穆长春在第三届“中国金融四十人伊春论坛”上表示人民银行的数字货币已经呼之欲出，并介绍了人行数字货币(DCEP)的设计理念和架构。

表 1：央行数字货币研究进展一览

| 时间 | 内容简介 |
|------------|--|
| 2014 年 | 成立数字货币研究小组。 |
| 2016 年 1 月 | 人民银行召开数字货币研讨会，提出争取早日推出央行发行的数字货币。 |
| 2017 年 2 月 | 央行推动的基于取款连数字票据交易平台测试成功。 |
| 2017 年 5 月 | 央行数字货币研究所正式挂牌。 |
| 2018 年 3 月 | 央行召开 2018 年全国货币金银工作电视电话会议，会议指出“稳步推进央行数字货币研发”。 |
| 2018 年 9 月 | 央行数字货币研究所在深圳成立“深圳金融科技有限公司”，并参与贸易金融区块链等项目的开发 |
| 2019 年 7 月 | 中国金融学会会长周小川表示：Libra 代表数字货币的趋势，中国应未雨绸缪。 |
| 2019 年 8 月 | 中国人民银行支付结算司副司长穆长春表示人民银行的数字货币已经呼之欲出，并介绍了人行数字货币的设计理念和架构。 |

资料来源：光大证券研究所整理

十三届全国人大一次会议新闻中心 2018 年 3 月 9 日上午举行记者会，邀请时任人民银行行长周小川，副行长易纲，副行长、国家外汇管理局局长潘功胜就“金融改革与发展”相关问题回答中外记者提问。会议上周小川行长对于数字货币和 ICO 等问题回答了相关记者提问²。核心要点包括：

- (1) 央行研发的是数字货币/电子支付，本质上是要追求零售支付系统的方便性、快捷性和低成本，同时考虑安全性和保护隐私；
- (2) 数字货币目前有多种技术路线；
- (3) 数字货币作为货币来讲，要保证货币政策、金融稳定政策的传导机制，同时要保护消费者。在这个过程中要经过充分的测试、局部的测试，可靠以后，再进行推广；
- (4) 2017 年，人民银行组织了数字货币与电子支付的研究项目，经过国务院正式批准，目前在组织推进；

²资料来源：中国人民银行《中国人民银行行长周小川等就“金融改革与发展”答记者问》，<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3495599/index.html>

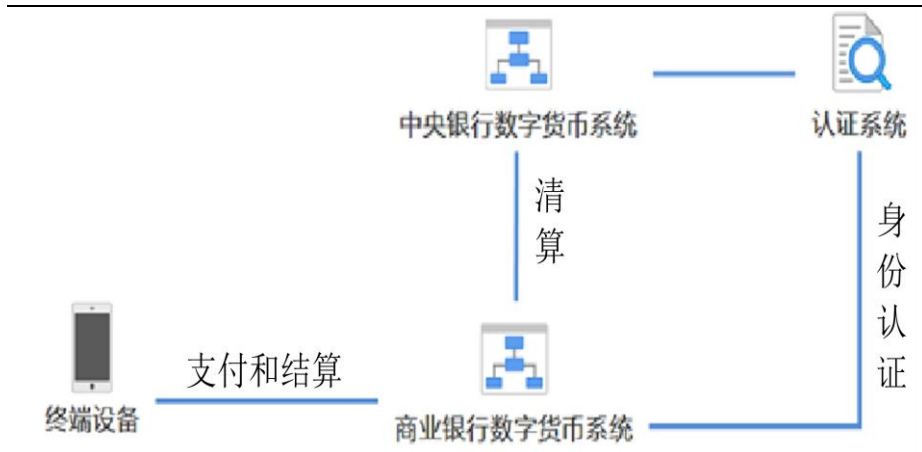
(5) 虚拟资产交易类的数字货币需要更加慎重，也不太符合中国金融产品、金融服务要服务于实体经济的方向。

总体来看，央行对于数字货币的态度非常审慎，出发点是希望通过新的支付手段来提高支付系统的便捷性等问题，而对于数字货币作为交易证券持不鼓励的态度。

2019年9月，现央行数字货币研究所所长穆长春在得到开讲公开课《科技金融前沿：Libra与数字货币展望》，首次对于央行的数字货币DCEP进行了系统性阐述：

- (1) **定义：**DCEP, Digital Currency Electronic Payment, 也就是数字货币和电子支付工具。功能和属性跟纸钞完全一样，但形态是数字化的，可以简单理解成纸钞的数字化替代。
- (2) **特征一：**DCEP属于法币，具有无限法偿性，只要能使用电子支付的地方，就必须接受DCEP，同时支持双离线支付。**特征二：**定位在于进行M0替代，也就是纸钞的替代，不能是M1和M2。
- (3) **目的：**央行推数字货币是为了保护自己的货币主权和法币地位，同时保护非犯罪行为的支付隐私需求。在反洗钱上，对数字钱包进行分级和限额安排，针对不同的身份认证级别给与不同的额度授权。
- (4) **运营体系：**DCEP采用双层运营体系，上面一层是人民银行对商业银行，下面一层是商业银行或商业机构对老百姓。这种体系可以最大程度上利用商业银行和商业机构原有的IT基础设施应用和服务体系，避免另起炉灶、重复建设。同时央行层面技术中性不会干预商业机构对老百姓兑换数字货币时的技术路线选择，无论采用区块链还是用传统账户体系都能适应。
- (5) **发行逻辑：**投放过程跟纸钞投放一样：商业银行在中央银行开户，按照百分之百全额缴纳准备金，个人和企业通过商业银行或商业机构开立数字钱包。钱包可以接收别人付款，如果要兑换数字货币，只要用银行卡进行兑换即可。

图 6：DCEP 双层发行体系



资料来源：零壹财经

DCEP 的发行，将带来银行 IT 系统的改造以及支付端设备升级的机会，以及对于参与方的身份证明的需求。推荐银行 IT 系统领先服务商**长亮科技**，建议关注**高伟达**。支付硬件推荐**新大陆**。PKI 认证相关推荐**数字认证**、**格尔软件**。建议关注**飞天诚信**和**卫士通**。

3、安全可控加速推进，行业景气持续

安全和自主可控是重要国家战略，必将长期持续投入。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。中兴事件更是让举国有切肤之痛，核心技术的进口依赖始终是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 年安全可控领域加速推进，行业拐点已经出现。目前我们观察到安全可控的产品目录更丰富，越多厂商的产品加入，意味着相互兼容的安全可控产品越多。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。

3.1、自主可控产业迎来拐点

3.1.1、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。

3.1.2、习近平主席多次强调实现核心技术的自主可控

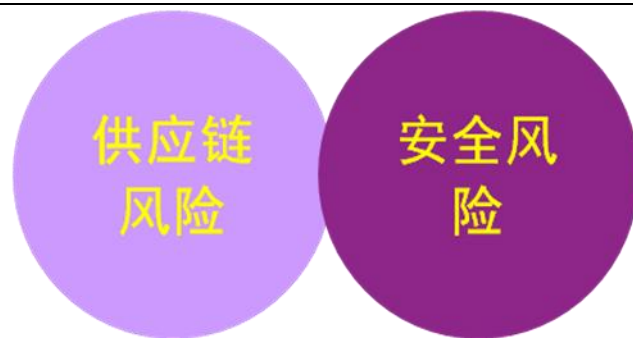
习近平主席多次强调实现核心技术的自主可控。自中兴禁售事件以后，习近平主席多次在重要场合强调核心技术的自主可控。2018 年 5 月，习近平在两院院士大会上表示，要以关键共性技术、前沿引领技术、现代工程技术、颠覆性技术创新为突破口，敢于走前人没走过的路，努力实现关键核心技术自主可控，把创新主动权、发展主动权牢牢掌握在自己手中。除此之外，习近平主席在湖北考察烽火通信和 7 月的中央财经委员会也再次提及核心技术对于企业发展和国家安全都具备重要的意义。

3.1.3、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“停服”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 7：自主可控需要解决的风险



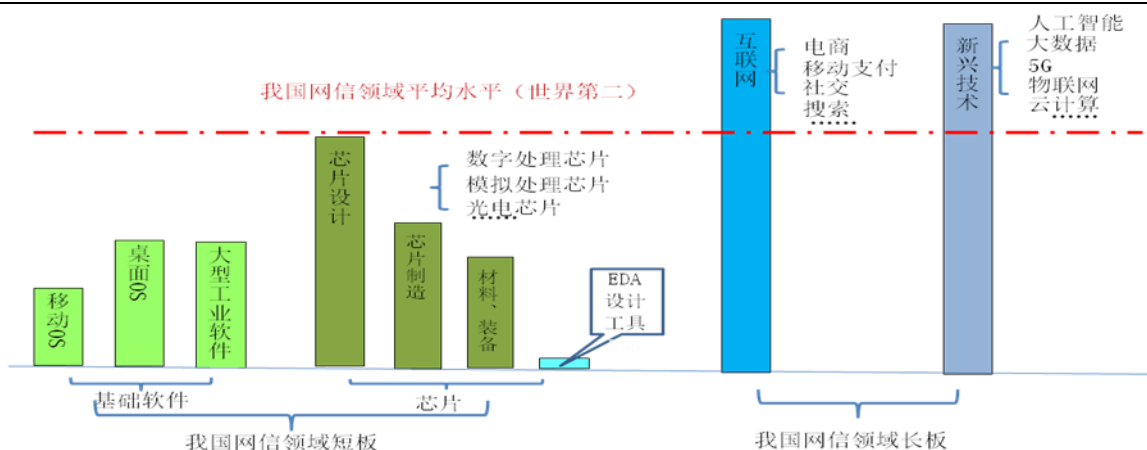
资料来源：光大证券研究所

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“停服”和“禁售”等原因而使公司“休克”，另一方面，要加强网络安全建设，无论是对于当前技术水平无法完全替代国外产品的领域还是已经完成国产化替代的领域，都要加强网络安全建设，没有网络安全就没有国家安全，安全是国家发展的重要保障。

3.1.4、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，我国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。

图 8：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

3.1.5、巨头纷纷发力国产化替代市场，生态建设进一步完善

华为：为应对美国政府的封闭，华为今年以来相继发布国产化重磅产品和规划。**操作系统方面：**2019年8月9日，在华为开发者大会上，华为发布鸿蒙 OS，这是一款基于微内核的面向全场景的分布式操作系统，它将适配手机、平板、电视、智能汽车、可穿戴设备等多终端设备。**芯片方面，**2018年12月2日，华为发布了 ARM 服务器芯片 Hi1620；2019年1月7日，华为董事徐文伟在深圳发布会宣布推出鲲鹏 920 芯片与泰山 ARM 服务器；2019年8月23日，华为在深圳正式发布商用的 AI 芯片——Ascend 910(昇腾 910)。**生态建设方面：**2019年7月23日，在北京举行的鲲鹏计算产业论坛上，华为轮值董事长徐直军表示，为了支持鲲鹏产业生态的建设和发展，华为计划在未来五年内投资 30 亿元来发展鲲鹏产业生态。而华为云业务总裁郑叶来随即表示，首批投入 1 亿元生态资金用于支持华为云鲲鹏凌云伙伴计划，截至 7 月 24 日，已有东方通、长亮科技、神州信息和用友等 25 家生态伙伴加入。为了构建鲲鹏生态，华为还宣布将服务器操作系统 EulerOS、单机版数据库 GaussDB OLTP 和 AI 计算框架 MindSpore 全部开源，开源时间分别为今年 12 月 31 日、明年 6 月和明年第一季度。

图 9：越来越多企业加入华为鲲鹏生态圈



资料来源：华为官网

根据华为的产业规划，公司将逐步完成鲲鹏计算产业从关键行业试点到全行业、全场景产业链建设的目标，总体分为三个阶段：

- 1、**试点阶段**：通过在政务、电信、金融和互联网等行业选取典型场景进行产业使能、孵化和试点，通过试点建立产业界上下游厂家和用户的信心。
- 2、**推广阶段**：面向政务、电信、互联网、广电、金融证券、电力、能源、交通等行业全面打通产业体系，为行业数字化业务创新提供基础。
- 3、**深化阶段**：面向全行业、全场景，打通产业链，构筑基于 Kunpeng 处理器的产业体系。

图 10：鲲鹏计算产业发展规划



资料来源：华为官网

其他巨头：2019 年 10 月 24 日，据腾讯 QQ 官方消息，腾讯 QQ Linux 版本回归，支持 x64、ARM64、MIPS64 架构。自从 2008 年腾讯曾推出 Tencent QQ for Linux，2009 年之后，就再没更新过。此外，360、搜狗、百度等都在今年年初相继成立国产化业务部。360 还宣布其安全产品全线支持国产化。

巨头纷纷发力国产替代市场，国产化市场的生态将进一步完善，竞争力进一步提升，市场也将有望更快的进入良性发展阶段。

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

252-468 亿元，如果 2020 年之后在金融、电信、教育、医疗、能源等重点行业推进，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：基础软件市场主要包括三大块：操作系统、数据库和中间件。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³。考虑到基础软件是我国的弱势领域，目前，未来随着国产化在党政军和国计民生行业不断推进，未来国产基础软件有望在 500 亿的市场里面不断渗透。

对于基础办公软件市场空间：根据计世资讯统计，2018 年中国基础办公软件市场规模为 85 亿元，相较 2017 年同比增长 9.7%。预计到 2023 年，整个基础办公软件市场规模将达到 149 亿元，2018-2023 年五年复合增长率为 11.8%。

对于保密机配套产品市场空间：根据我们的调研，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，则保密机配套的保密产品的每年空间在 6 亿左右。

图 11：2014-2017 年中国商用市场分行业 PC 出货量



资料来源：IDC 中国

图 12：2017 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 2：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 | 1000 元 | Intel 酷睿 i5CPU | 约 1400 元 | 36 亿元 | 143 亿元 |
| 操作系统 | 800 元 | Win10 企业版/Windows Server 2016 标准版 | 1817 元/2900 元 | 28.8 亿元 | 114.4 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 |
| 服务器 (数量按照 PC 的) | 40000 | 各品牌电脑 | 20000 | 144 亿元 | 572 亿元 |

³<http://www.cankaoxiaoxi.com/science/20150401/726650.shtml>

| | | | | | |
|----------------------|-------|------------|------|---------|----------|
| 10%计算) | | | | | |
| 服务器芯片 | 10000 | Intel 致强系列 | 4000 | 36 亿元 | 143 亿元 |
| 服务器操作系统 | 8000 | - | - | 28.8 亿元 | 114.4 亿元 |
| 最大总体空间 (整机+服务器+安全软件) | | | | 714 亿元 | 2852 亿元 |

资料来源：IDC，光大证券研究所预测

注：国产整机和服务器价格来自于政府采购网

表 3：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 (ARM 架构)、龙芯 (MIPS 架构)、申威 (alpha 架构)、兆芯 (x86 架构)、紫光国芯、中科芯、华为 (ARM 架构) |
| 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 | 中国长城、706、浪潮信息、中科曙光、华为、联想、航天科工 |
| 数据库 | 南大通用、山东翰高、武汉达梦 (中国软件)、人大金仓 (太极股份)、华为 (GaussDB)、阿里 (OceanBase)、神州通用、航天昆仑 |
| 中间件 | 东方通、宝兰德、金蝶天燕 (太极股份)、中创中间件、普元 |
| 操作系统 | 中标麒麟 (中国软件)、银河麒麟 (中国软件)、深度、中科方德、中兴新支点、一铭、优麒麟、湖南麒麟、UOS 统一操作系统、红旗 |
| 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) |
| 系统集成 | 中国软件、太极股份、浪潮集团、航天科工 |
| 信息安全 | 启明星辰、中孚信息、天融信、绿盟科技、360 企业安全、深信服 |

资料来源：光大证券研究所

4、信息安全边际改善明显，安全服务和新兴安全是未来趋势

自国家发布等保 2.0 以来，信息安全行业政策密集出台，信息安全的战略地位进一步得到肯定，叠加今年建国 70 周年和护网行动等事件影响，信息安全需求明显增加。IDC 也上调信息安全行业增速，行业边际改善明显。根据赛迪报告，2018 年中国的网络信息安全市场达到 495 亿元，同比增长 21%，预计 19-21 年还将保持 24% 左右的增长。受大数据、云计算等新兴技术的发展，预计新兴安全的需求增长将明显快于行业；对比全球，行业需求将逐渐从产品向服务转变。

4.1、政策推动行业中长期需求改善

今年以来，网络安全顶层政策密集出台，预计将整体提高社会各界的网络安全意识，中长期拉动信息安全需求增长。

2017 年 6 月，全国人大发布《中华人民共和国网络安全法》，从此网络安全从原来的部门规章上升到法律要求。该法律也将成为公安部、网信办、工信部等监管部门开展网络安全工作的法律基础，相关工作将进入有法可依、强制执行的阶段，预计将整体提高社会各界的网络安全意识。

2019 年 4 月 18 日，国务院国资委印发《中央企业负责人经营考核办法》（下称“办法”），办法中首次将网络安全事件纳入考核范围，并视情节给

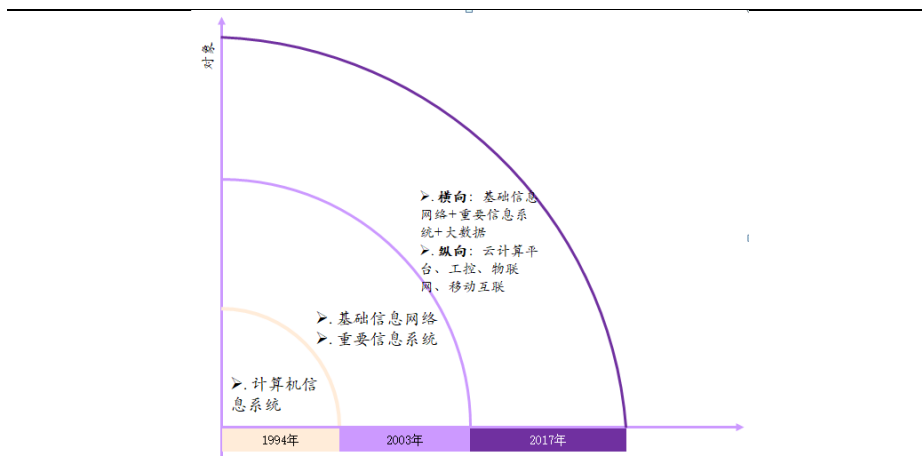
予负责人相应的处分。此前，因为信息安全的投入不直接带来收入增长，政企对信息安全投入的关注度比较低，此次办法的发布将显著提升央企对信息安全的重视程度，预计相关投入也将刺激增加。

2019年5月10日，国家市场监督管理总局、中国国家标准化管理委员会发布《信息安全技术网络安全等级保护基本要求》，标志着等级保护步入新的阶段——等保2.0时代。根据规定，等保2.0将从2019年12月1日开始实施。

等保2.0对行业带来的主要影响：

范围更大：此前的等保1.0标准主要是针对基础信息网络和关系国家安全、经济命脉、社会稳定等方面的重要信息系统，而等保2.0的保护对象做了横向和纵向的扩展，横向增加了基础信息网络（广电网、电信网、移动互联网、互联网等）和大数据，纵向扩展了云计算、工控、大数据、物联网等新兴系统，范围随着信息技术和系统变化而变化。总而言之，等保2.0将除个人及家庭自建自用网络以外的所有网络系统都纳入了监管范围，需要做等保的系统数量明显增加。

图 13：等级保护的对象扩大



资料来源：光大证券研究所整理绘制

等保2.0对安全的要求明显提高：近期，等保2.0中测评结论的判定目前基本确定。等保测评结论将由1.0时代的符合、基本符合、不符合改为2.0时代的优、良、中、差四个等级。其中测评结论“差”的判别依据是被测对象中存在安全问题，而且会导致被测对象面临高等级安全风险，或被测对象综合得分低于70分。

简单点说“差”是在系统中存在高危风险或得分低于70分。“差”相当于等保1.0时代中的“不符合”，而等保1.0时代的不符合是分数低于60分。从中可以看出来等保的及格线已经由原先的60分提高到了70分，可以看到等保对安全的最低要求已经在显然提高了。

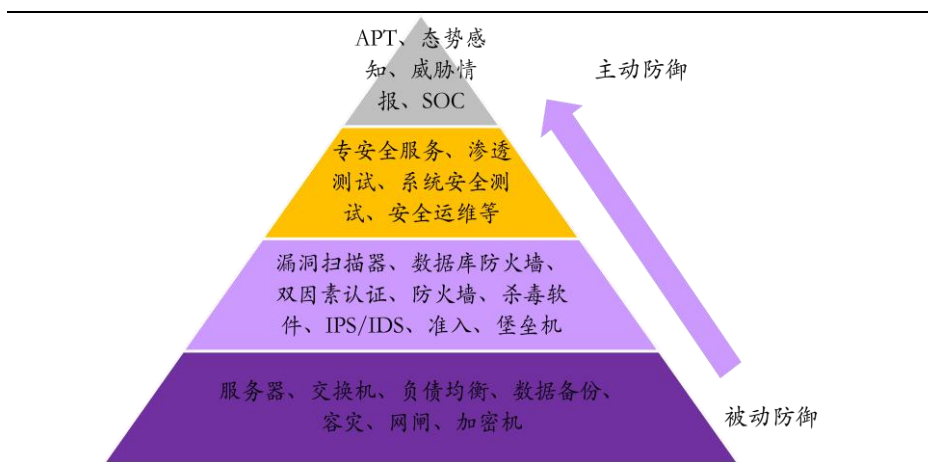
表 4：等保 2.0 中测评结论

| 测评结论 | 判别依据 |
|------|--|
| 优 | 被测对象中存在安全问题，但不会导致被测对象面临中、高等级安全风险，且系统综合得分 90 分以上（含 90 分）。 |
| 良 | 被测对象中存在安全问题，但不会导致被测对象面临中、高等级安全风险，且系统综合得分 80 分以上（含 80 分）。 |
| 中 | 被测对象中存在安全问题，但不会导致被测对象面临高等级安全风险，且系统综合得分 70 分以上（含 70 分）。 |
| 差 | 被测对象中存在安全问题，而且会导致被测对象面临高等级安全风险，或被测对象综合得分低于 70 分。 |

资料来源：FreeBuf，光大证券研究所

新增主动防御和外包运维要求：1、等保 2.0 首次提出要对网络攻击特别是“未知攻击”的检测分析要求。这里面主要是指 APT 这些新兴的威胁的检测分析能力；同时也首次增加了安全集中管控的要求，建设集中安全管理系统成为必要。从中可以看出，信息安全涉及的技术也从防火墙、杀毒软件、IDS 等传统被动防御手段上升到威胁情报、态势感知和 SOC 等主动防御体系。2、等保 2.0 也特别增加了漏洞和风险管理、配置管理、外包运维管理的管理要求。对公司内部安全运维的要求降低和对外包运维的要求增多，这也从侧面体现了等保 2.0 对安全服务的认可，体现了安全服务正越来越成为一种趋势。3、个人信息的保护首次纳入，等保对个人信息的重视将进一步影响涉及个人信息的系统的定级，未来有望带动包含个人信息的系统在安全方面的投入增加。

图 14：等保 2.0 制度下防御体系升级



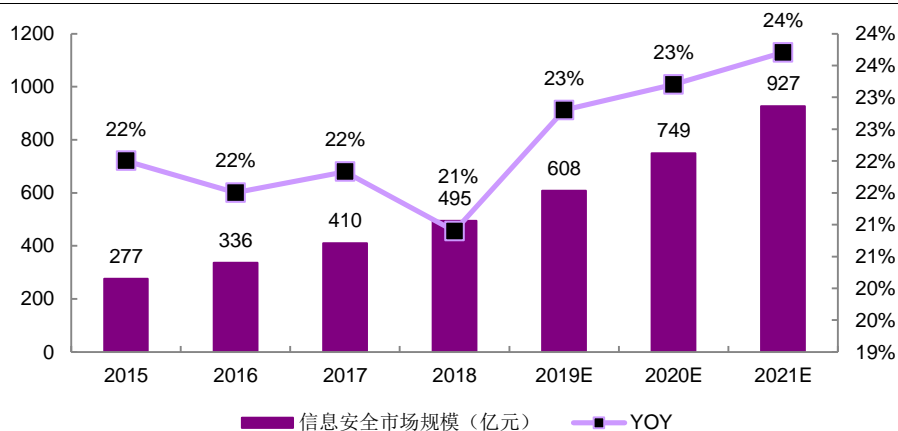
资料来源：光大证券研究所

综上，其对行业的影响主要有几方面：1、等保制度上升到法律制度，这将极大的提高政企客户的安全意识；2、监管范围明显扩大，从原来的重要信息系统变成了网络、信息系统、云平台、物联网、工控系统、大数据、移动互联等各类技术应用全覆盖；3、等保对安全的要求明显提高，最低分已由原来的 60 分提高至 70 分。4、新增主动防御需求。考虑到新的等保标准将在今年 12 月份开始实施，预计将中长期拉动信息安全行业需求增长。

4.2、行业高速增长，安全服务和新兴是未来趋势

我国信息安全行业市场规模增速有望保持 20% 以上。根据诺顿的报告，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，其中 2017 年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 23% 或以上。

图 15：中国网络信息安全市场规模与增长率

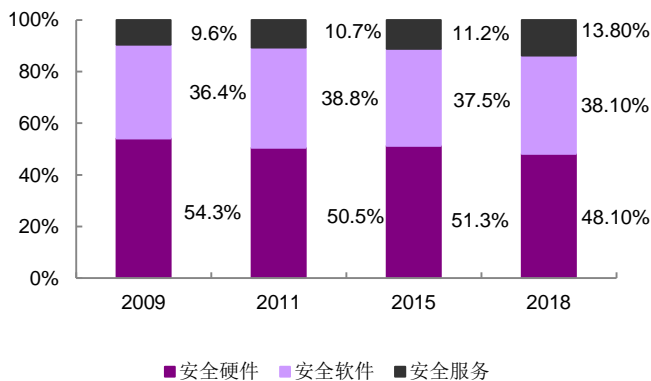


资料来源：CCID 预测

目前中国网络安全市场仍是以硬件为主，2018 年占比达 48.1%，其次是安全软件和安全服务分别占 38.1% 和 13.8%。值得一提的是，虽然信息安全硬件市场占比最大，但是占市场规模的比例持续下滑，由 2009 年的 54.3% 下降到 2018 年的 48.1%。相比之下，全球信息安全市场却以安全服务为主，2018 年，安全服务占全球整体市场的 64%，我国安全服务占比未来有望持续提升。

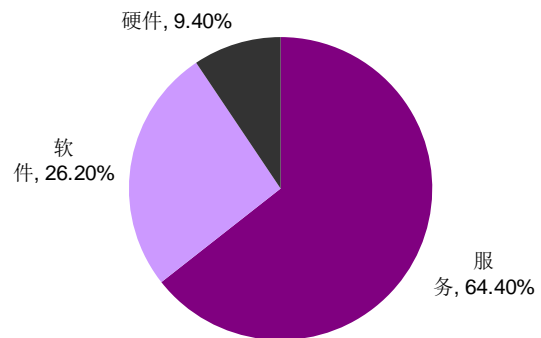
网络安全产业正由产品主导向服务主导转型。随着中国信息产业和网络技术的发展，传统的网络信息安全产品难以满足日益变化的复杂的网络空间，中国的信息安全产品行业必将向国际看齐，由硬件为主转换为服务为主。新形势下，产品和服务的联动更加紧密，安全服务逐渐从配合产品的辅助角色，转变成为安全产品发挥最佳效用的必要条件。

图 16: 部分年份中国信息安全各细分领域市场份额 (按销售额分)



资料来源: CCID, 光大证券研究所

图 17: 2018 年全球信息安全市场结构 (按销售额分)



资料来源: CCID, 光大证券研究所

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

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。

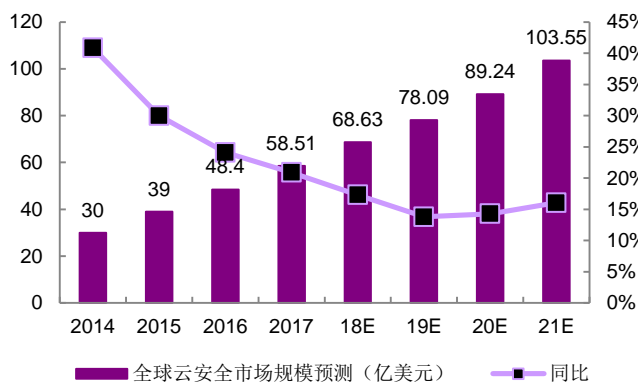
态势感知:根据安全牛的统计,2017 年国内态势感知市场规模约计 20 亿人民币,占整个安全市场的 5%左右,同时安全牛预测到 2020 年态势感知市场将达到 50 亿元左右,复合增速高达 36%。360、安恒信息、华为、绿盟等厂商竞争力靠前。

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 58.51 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,据赛迪顾问调查统计,2018 年,中国云安全市场规模达到 37.8 亿元,增长率为 44.8%。虽然中国云安全市场目前仍处于起步阶段,但整体的市场规模会随着云计算市场规模的增长而快速崛起。

数据安全:数据安全起步较早,根据赛迪的报告,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,同时赛迪预测数据安全 19-21 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。

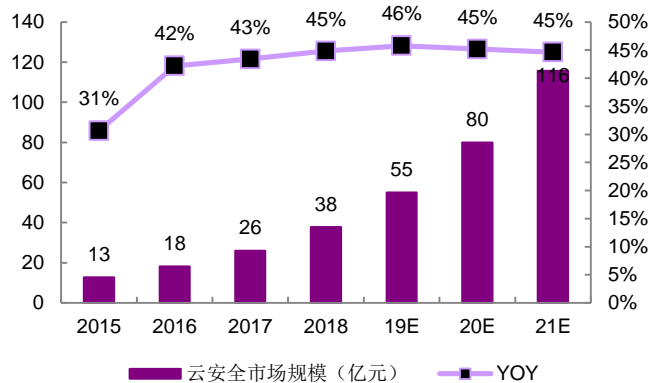
物联网安全：物联网作为通信行业新兴应用，在万物互联的大趋势下，市场规模快速增长，相应的安全需求也快速增长。根据赛迪顾问《2019 中国网络发展白皮书》统计数据，2018 年，我国物联网安全市场规模达到 88.2 亿元，增速达到 34.7%，预计到 2021 年，物联网安全市场规模将达到 301.4 亿元。

图 18：全球云安全市场规模及其预测



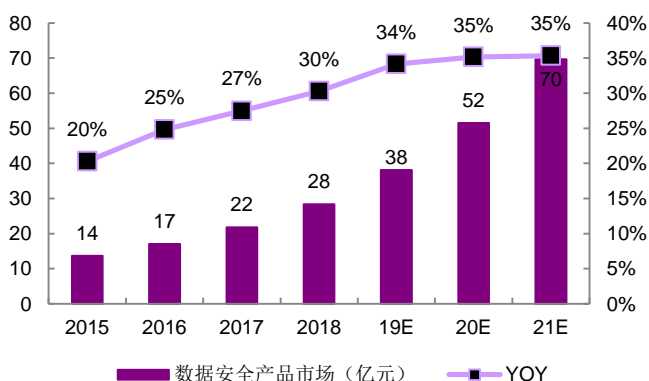
资料来源：Gartner，18-21 年为 Gartner 预测数据

图 19：我国云安全市场规模及其预测



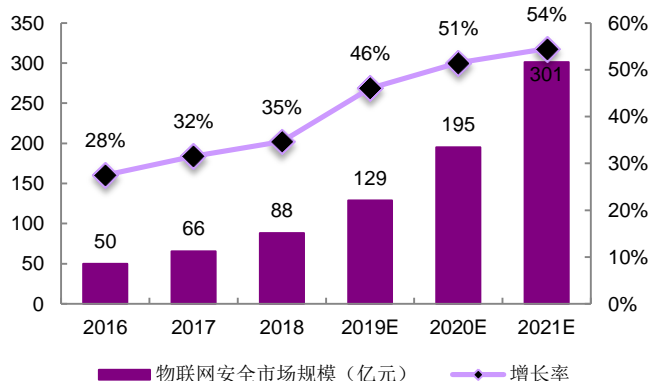
资料来源：CCID，19-21 年为 CCID 预测数据

图 20：我国数据安全市场规模及其预测



资料来源：CCID，19-21 年为 CCID 预测数据

图 21：我国物联网安全市场规模及其预测



资料来源：CCID，19-21 年为 CCID 预测数据

5、云计算持续渗透，看好超融合和 SAAS 服务

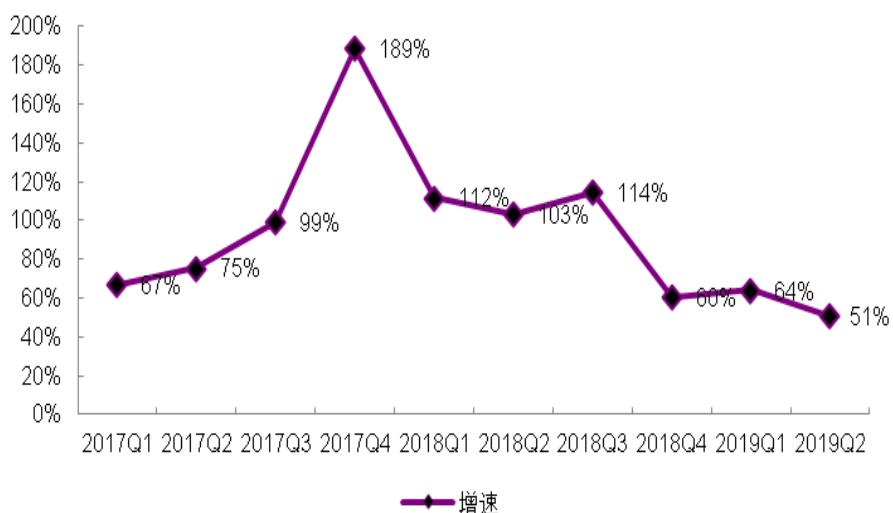
5.1、超融合：软件定义数据中心新势力，应用驱动 IT 架构变革

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%；同期中国超融合市场规模 3.79 亿美元，同比增长 115%，增速高于全球市场增速。2019 年上半年中国超融合市场规模保持超过 50% 的高速增长，预计到 2023 年市场规模将达到近 25.6 亿美元。

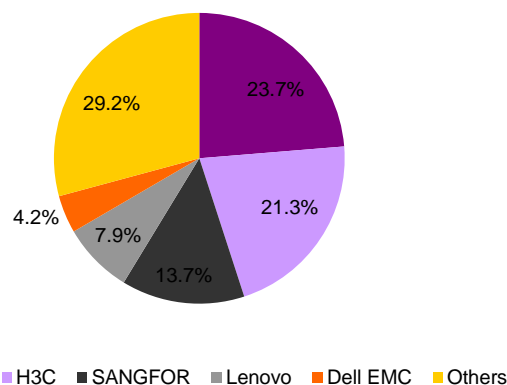
图 22：中国超融合市场规模过去十个季度保持超过 50% 的高速增长



资料来源：IDC

Nutanix 和 VMware 是全球市场领导厂商，华为、H3C 和深信服等自主品牌在国内市场更占优势。据 Gartner2019 年全球超融合魔力象限显示，Nutanix、VMware、Dell EMC、Cisco 和 HPE 处于领导者象限，本土厂商华为、深信服和华云数据入围魔力象限。据 IDC 数据显示，2018Q1 以 HCI 软件来源口径看，全球市场 VMware 和 Nutanix 分别以 37% 和 32% 的份额处于绝对领导地位，远高于第三名 HPE 的 5%。而在中国市场，根据 IDC 发布的《中国软件定义存储(SDS)及超融合存储(HCI)系统市场季度跟踪报告，2019 年第二季度》，华为、H3C 和深信服分别以 23.7%、21.3%、13.7% 位列前三，远高于 Lenovo 和 Dell EMC 的 7.9% 和 4.2%，本土厂商优势明显。

图 23: 2019 上半年中国市场超融合厂商份额



资料来源: IDC

5.2、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 亿美元的高基数上增长到了 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 5: 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快速增长态势。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 6: 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% |

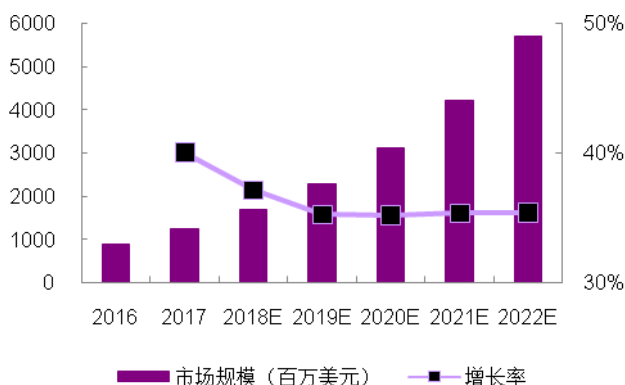
资料来源: Wind, 光大证券研究所

注: 阿里巴巴年报完整财年为 4 月 1 日至次年 3 月 31 日, 故 2018 财年为 2018 年 4 月 1 日至 2019 年 3 月 31 日数据;

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%。未来五年, 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%。

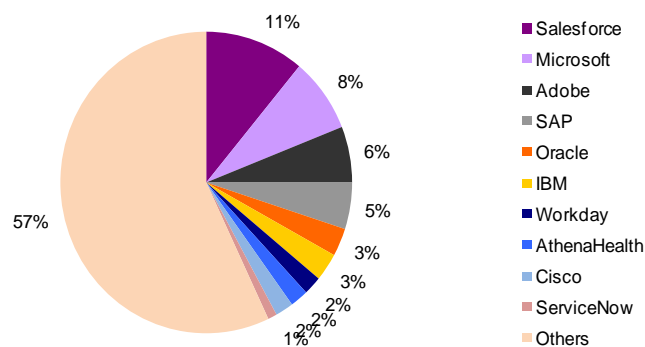
竞争格局分散，市场集中度有望进一步提升。对比美国市场，中国 SaaS 市场依旧处于初级的高速发展阶段。中国企业级 SaaS 市场的增速高于美国 SaaS 市场，但市场的成熟度远低于美国市场。从细分领域看，客户关系管理(CRM)市场、企业资源管理(ERM)市场和协同应用市场(Collaborative)发展最为成熟，并且市场份额占比持续扩大。从 SaaS 厂商销售收入占比来看，前十大厂商仅占整体 SaaS 市场的 35.5%，竞争格局相对 2015 年全球市场更加分散，考虑到近年来龙头的营收快速增长，未来市场集中度有望进一步提升。

图 24: 2018-2022 年中国 SaaS 市场规模预测



资料来源: IDC

图 25: 2017 年中国 SaaS 厂商销售占比



资料来源: IDC

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

6、医疗信息化高景气持续，创新业务探索中前行

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 2017 年我国医疗卫生机构医疗 IT 投入占医疗卫生机构总支出的比例仅为 1.05%，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。

表7：电子病历系统整体应用水平分级评价基本要求

| 等级 | 内容 | 要求 |
|----|----------------------|---|
| 0级 | 未形成电子病历系统 | 全院使用计算机系统进行信息处理业务少于3个 |
| 1级 | 独立医疗信息系统建立 | 住院医嘱、检查、住院药品信息处理使用IT系统 |
| 2级 | 医疗信息部门内部交换 | 住院、检查、检验、住院药品等至少3个以上部门信息实现内部共享，部门间未形成数据交换系统 |
| 3级 | 部门间数据交换 | 医嘱、检查、检验、住院药品、门诊药品、护理至少两类医疗信息跨部门的数据共享 |
| 4级 | 全院信息共享，初级医疗决策支持 | 病人就医流程信息在全院范围内安全共享 |
| 5级 | 统一数据管理，中级医疗决策支持 | 全院各系统数据能够按统一的医疗数据管理机制进行信息集成，并提供跨部门集成展示工具 |
| 6级 | 全流程医疗数据闭环管理，高级医疗决策支持 | 检查、检验、治疗、手术、输血、护理等实现全流程数据跟踪与闭环管理 |
| 7级 | 医疗安全质量管控，区域医疗信息共享 | 病人病情、检查检验、治疗等信息能够与外部医疗机构进行双向交换 |
| 8级 | 健康信息整合，医疗安全质量持续提升 | 全面整合医疗、公共卫生、健康监测等信息，完成整合型医疗服务 |

资料来源：《电子病历系统应用水平分级评价标准（试行）》

据CHINC统计，全国三级医院电子病历功能应用平均水平2.11级，二级医院平均0.83级，距离4级差距还较大。同时按照最高8级标准尚有巨大成长空间。在政策驱动下，医疗IT厂商订单从2018年开始出现明显加速增长，金额超千万的单体项目占比提升，头部厂商卫宁健康2019Q3收入和利润均出现边际加速态势。在政策驱动及项目确认周期下，医疗IT厂商有望进入业绩兑现加速成长阶段。

表8：我国电子病历分级评价情况

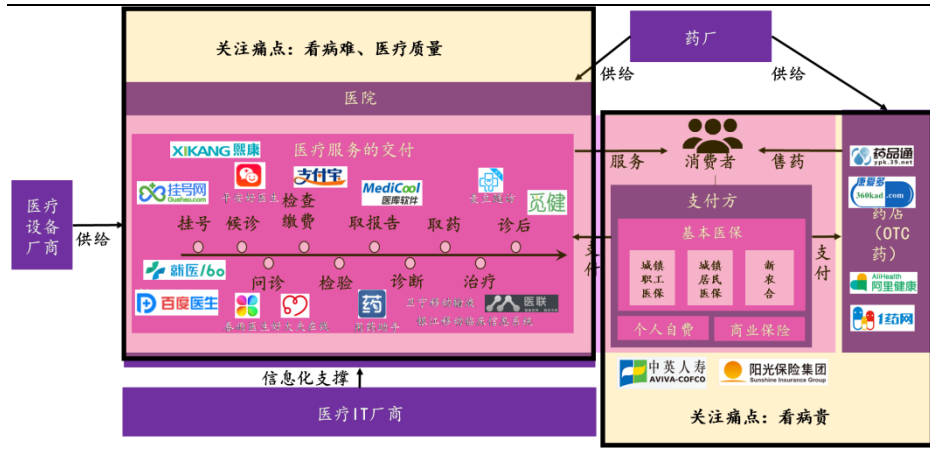
| 电子病历分级 | 相对应医院数量占比 | 电子病历分级 | 相对应医院数量占比 |
|--------|-----------|--------|-----------|
| 1级及以下 | 57.68% | 5级 | 0.61% |
| 2级 | 20.52% | 6级 | 0.25% |
| 3级 | 14.57% | 7级 | 0.06% |
| 4级 | 6.31% | - | - |

资料来源：CHINC

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 26：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、医保支付与控制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

展望明年，流动性目前尚看不到收紧迹象，政策带来的行业边际好转仍可持续，产业自身规律驱动的行业进展仍处于成长早期，虽然估值性价比相

比去年底有所降低，但预计仍将会有较好的结构性机会。我们认为结合产业趋势，把握政策边际变化的催化，挖掘高景气细分领域仍是核心主线。

(1) DCEP 箭在弦上，央行数字货币的推出带来 IT 领域建设、运营等相关领域的机会值得重点重视。推荐**长亮科技、新大陆、数字认证、格尔软件**。

(2) 安全可控有望继续深化泛化。推荐**中国长城、太极股份、景嘉微、诚迈科技**。政策驱动下信安行业景气度拐点来临，相关公司有望迎来业绩和估值双击时刻。推荐**启明星辰、安恒信息、南洋股份、拓尔思、绿盟科技**。

(3) 看好超融合在私有云市场的渗透，以及 SAAS 公司云化持续推进的机遇。推荐**深信服、用友网络、石基信息、泛微网络、广联达、汇纳科技**。

(4) 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。推荐**思创医惠、卫宁健康、久远银海**。

表 9：推荐公司盈利预测、估值与评级

| 证券代码 | 公司名称 | 收盘价(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 |
| 数字货币 | | | | | | | | | | | | | |
| 300348.SZ | 长亮科技 | 17.15 | 0.18 | 0.25 | 0.45 | 146 | 69 | 38 | 6.7 | 6.1 | 5.3 | 增持 | 维持 |
| 000997.SZ | 新大陆 | 14.95 | 0.58 | 0.75 | 0.9 | 27 | 20 | 17 | 3.0 | 2.5 | 2.2 | 买入 | 维持 |
| 300579.SZ | 数字认证 | 40.00 | 0.72 | 0.56 | 0.75 | 83 | 71 | 53 | 11.8 | 10.4 | 9.1 | 增持 | 首次 |
| 603232.SH | 格尔软件 | 27.13 | 0.84 | 0.69 | 0.91 | 46 | 39 | 30 | 5.3 | 4.8 | 4.3 | 增持 | 首次 |
| 自主可控 | | | | | | | | | | | | | |
| 000066.SZ | 中国长城 | 14.85 | 0.34 | 0.41 | 0.38 | 44 | 36 | 39 | 7.0 | 5.9 | 5.1 | 增持 | 维持 |
| 002368.SZ | 太极股份 | 34.17 | 0.78 | 0.94 | 1.17 | 45 | 36 | 29 | 5.0 | 4.4 | 3.8 | 增持 | 维持 |
| 300474.SZ | 景嘉微 | 57.00 | 0.53 | 0.58 | 0.88 | 121 | 98 | 65 | 7.8 | 7.2 | 6.6 | 买入 | 维持 |
| 300598.SZ | 诚迈科技 | 108.01 | 0.2 | 0.39 | 0.56 | 555 | 277 | 193 | 19.2 | 17.9 | 16.5 | 增持 | 首次 |
| 信息安全 | | | | | | | | | | | | | |
| 002439.SZ | 启明星辰 | 30.80 | 0.63 | 0.79 | 0.99 | 49 | 39 | 31 | 7.7 | 6.4 | 5.3 | 买入 | 维持 |
| 688023.SH | 安恒信息 | 102.00 | 1.38 | 1.13 | 1.66 | 98 | 90 | 61 | 14.9 | 4.9 | 4.5 | 增持 | 首次 |
| 300229.SZ | 拓尔思 | 11.48 | 0.13 | 0.41 | 0.53 | 90 | 28 | 22 | 3.0 | 2.6 | 2.3 | 买入 | 维持 |
| 002212.SZ | 南洋股份 | 15.95 | 0.42 | 0.36 | 0.49 | 38 | 44 | 33 | 2.3 | 2.1 | 2.0 | 增持 | 维持 |
| 300369.SZ | 绿盟科技 | 17.38 | 0.21 | 0.36 | 0.5 | 83 | 48 | 35 | 4.5 | 4.2 | 3.8 | 增持 | 维持 |
| 云计算 | | | | | | | | | | | | | |
| 300454.SZ | 深信服 | 113.60 | 1.55 | 1.65 | 2.12 | 76 | 69 | 54 | 13.3 | 10.9 | 9.2 | 买入 | 维持 |
| 600588.SH | 用友网络 | 27.76 | 0.32 | 0.35 | 0.46 | 113 | 79 | 60 | 10.5 | 9.8 | 9.2 | 买入 | 维持 |
| 002153.SZ | 石基信息 | 36.09 | 0.43 | 0.47 | 0.51 | 82 | 77 | 71 | 4.6 | 4.4 | 4.1 | 买入 | 维持 |
| 603039.SH | 泛微网络 | 55.22 | 1.16 | 0.96 | 1.21 | 73 | 58 | 46 | 11.5 | 9.7 | 8.1 | 增持 | 维持 |
| 002410.SZ | 广联达 | 33.02 | 0.39 | 0.44 | 0.55 | 83 | 75 | 60 | 11.5 | 10.6 | 9.6 | 增持 | 维持 |
| 300609.SZ | 汇纳科技 | 34.10 | 0.65 | 0.88 | 1.25 | 53 | 39 | 27 | 6.5 | 5.7 | 4.9 | 买入 | 维持 |
| 医疗 IT | | | | | | | | | | | | | |
| 300078.SZ | 思创医惠 | 12.70 | 0.18 | 0.24 | 0.32 | 76 | 53 | 40 | 5.0 | 4.6 | 4.2 | 增持 | 维持 |
| 300253.SZ | 卫宁健康 | 15.23 | 0.19 | 0.25 | 0.33 | 82 | 61 | 46 | 7.9 | 6.9 | 6.1 | 增持 | 维持 |
| 002777.SZ | 久远银海 | 31.81 | 0.69 | 0.68 | 0.92 | 61 | 47 | 35 | 7.1 | 6.4 | 5.6 | 增持 | 首次 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 29 日

7.2、重点个股

7.2.1、长亮科技(300348.SZ)：银行核心系统领先企业，国产化布局领先

2019 年前三季度实现收入 7.34 亿元，同比增长 18.49%；实现归属于上市公司股东的净利润为 2388 万元，同比减少 21.16%；实现归属于上市公司股东扣非后净利润为 1950 万元，同比增长 4.13%。

◆收入稳健增长，股权激励和非经常性损益影响利润增速：

公司前三季度收入稳健增长 18.49%，基本符合预期；公司利润同比下滑主要是受一些非经常性因素影响：1、公司前三季度股权激励摊销费用同比增长较多，本期内限制性股票激励计划摊销费用为 2969 万元，2018 年为 1947 万元，剔除股权激励费用影响后公司归属于母公司净利润同比增长 7.04%；2、此外，部分子公司所得税税率发生较大变化。2018 年有部分子公司享受所得税免税政策，2019 年转为享受所得税税率减半优惠政策，本期预计计提所得税费用为 183.43 万元，去年同期为-2,087.17 万元；3、公司前三季度非经常性损益对净利润的影响金额预计为 430.22 万元，去年同期非经常性损益对净利润的影响金额为 1,155.15 万元。

◆国产化布局领先，可转债发行补充研发资金：

截至目前，公司在国产化领域布局领先。1、在鲲鹏产业链，基于华为的芯片技术、硬件服务器以及数据库、华为云等基础设施系统，结合公司在银行核心系统业内领域领先的应用解决方案，公司打造出了完全“国产化”的银行核心系统全生态解决方案。2、此外，公司打造的基于国产分布式数据库的张家港农商行核心系统于 9 月上线，是该领域首创性成功案例。公司拟募集不超过 5 亿元资金用于投资开放银行解决方案、分布式核心金融开放平台等项目开发，银行 IT 是一个技术密集型行业，持续加大新产品的研发将极大的提高公司产品的市场竞争力。

◆投资建议：维持公司 19-21 年归属于母公司净利润预测分别为 1.21、2.17 和 2.70 亿元，对应 EPS 分别为 0.25、0.45 和 0.56 元/股。看好公司成长为腾讯云平台金融云产品独家战略合作供应商、海外业务突破和国产化加速推进带来的业绩弹性，维持“增持”评级。

◆风险提示：产品没有跟上技术更新趋势，银户通开展不及预期和板块业绩波动较大风险，海外拓展不及预期，公司和腾讯云合作不及预期。

表 10：长亮科技业绩预测和估值指标

| 指标 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 880 | 1,087 | 1,394 | 1,739 | 2,125 |
| 营业收入增长率 | 35.16% | 23.63% | 28.20% | 24.70% | 22.19% |
| 净利润（百万元） | 88 | 56 | 121 | 217 | 270 |
| 净利润增长率 | -13.40% | -35.62% | 114.19% | 79.51% | 24.34% |
| EPS（元） | 0.18 | 0.12 | 0.25 | 0.45 | 0.56 |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 8.12% | 4.59% | 8.95% | 13.84% | 14.68% |
| P/E | 94 | 146 | 68 | 38 | 31 |
| P/B | 7.7 | 6.7 | 6.1 | 5.3 | 4.5 |

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 29 日收盘价

7.2.2、新大陆(000997.SZ)：商户运营及增值业务持续高增长，长期价值值得期待

公司 2019 年前三季度实现营收 42.64 亿元同增 3.20%；实现归属于上市公司股东净利润 6.27 亿元同增 30.87%。

◆CTID 有望带来百亿市场增量：

互联网+可信身份认证平台有望成为未来数字世界的重要基础设施，新大陆公用事业公司与公安部一所一起设计开发运营。公司受益 CTID 安全识读芯片或模块，还包括各种机具创新与升级，估计未来百亿市场级别。

◆商户运营长期价值值得期待

截至 2019 年 6 月，公司商户平台服务商户数量超过 85 万家，较 2018 末增加约 35 万家，公司为商户提供包括银行卡收单、营销支持等经营活动的 SAAS 服务，并基于此提供金融服务。上半年公司商户运营及增值业务中支付类服务实现收入 11.73 亿元同增 27.5%，增值类服务实现收入 3.82 亿元同增 87.9%。公司“陆商贷”和“陆车贷”与建设银行、民生银行、新网银行、富民银行等建立全面合作关系。截至 2019 年 6 月，累计服务用户超 9.4 万户，累计放款余额 22.84 亿元，较 2018 年底增加 39.92%。

◆投资建议：维持 2019-2021 年归属于上市公司股东净利润为 7.8、9.44、11.77 亿元，对应的 EPS 为 0.75、0.90、1.13 元/股，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 11：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 | 6,883 | 7,695 | 8,956 |
| 营业收入增长率 | 37.02% | 18.61% | 19.50% | 11.79% | 16.40% |
| 净利润（百万元） | 654 | 586 | 780 | 944 | 1,177 |
| 净利润增长率 | 41.78% | -10.43% | 33.11% | 21.08% | 24.68% |
| EPS（元） | 0.63 | 0.56 | 0.75 | 0.90 | 1.13 |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 13.53% | 11.14% | 12.59% | 13.36% | 14.43% |
| P/E | 24 | 27 | 20 | 17 | 13 |
| P/B | 3.2 | 3.0 | 2.5 | 2.2 | 1.9 |

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 29 日收盘价

7.2.3、数字认证(300579.SZ)：领先的 CA 服务商，电子合同拓展新增长点

公司是国内领先的 CA 服务商，主要向机构客户提供数字证书服务和电子签名服务，覆盖工商、医疗、金融等诸多行业。2019 年前三季度实现营收 4.04 亿元同增 24%，实现归属于上市公司股东净利润 4230 万元同增 8%。

◆电子签名市场空间广阔，打造新的增长点

公司基于可靠电子签名技术，设计开发了具有法律效力的电子合同签署系统，应用于企业与企业、企业与个人之间协议/合同电子签署，取得良好市场表现。目前已广泛应用于能源、房地产、互联网、汽车金融等领域知名企

业，客户包括万科、平安、太平洋保险等行业巨头。在电子合同业务的驱动下，公司包含电子合同系统建设收入的安全集成业务 2019 年上半年实现营收 7929 万元同增 76%。考虑到企业间及企业与个人间合同签署的巨大市场，随着客户持续渗透预计未来仍将维持高速增长。

◆ “法人一证通”短期或有承压，长期影响边际减弱

公司“法人一证通”业务 2019 年 6 月份新招标的单价由 95 元/张下降到 73 元/张，将对公司下半年该部分收入带来压力。同时北京市推行电子营业执照也可以成为“法人一证通”的替代方案，进而对于市场形成挤压。但不可忽视的是，公司 2018 年“法人一证通”业务在公司整体收入占比预计仅 20%左右，随着电子合同的新增长点的逐步提升，长期影响将边际趋弱。

◆ 盈利预测与投资建议：

基本假设：

- (1) 考虑到受益于电子合同业务增长驱动，假设公司安全集成业务收入 2019-2021 年增速分别为 50%、45%、50%；
- (2) 考虑到公司安全咨询及运维业务格局较好客户需求稳健增长，假设 2019-2021 年收入增速分别为 30%、28%、26%；
- (3) 考虑到公司北京“法人一证通”招标价格的下降会对电子认证产品业务形成拖累，但电子认证产品业务中除“法人一证通”外的其它业务仍保持良性增长，在此基础上假设电子认证服务及产品业务 2019-2021 年收入增速分别为 2%、4%、10%；
- (4) 预计公司综合毛利率将维持稳健，主要受业务调整而变化，假设 2019-2021 年综合毛利率分别为 57.4%、56.8%、56.8%；

表 12：数字认证盈利预测(单位：百万元)

| | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 营业总收入 | 445.52 | 519.85 | 667.72 | 844.91 | 1082.83 | 1456.09 |
| 电子认证服务及产品 | 193.75 | 231.56 | 264.40 | 268.84 | 279.47 | 308.76 |
| 安全集成 | 172.55 | 177.21 | 258.79 | 388.19 | 562.87 | 844.30 |
| 安全咨询及运维服务 | 77.81 | 111.08 | 144.53 | 187.89 | 240.50 | 303.03 |
| 营业收入增速 | 19% | 17% | 28% | 27% | 28% | 34% |
| 电子认证服务及产品 | 30% | 20% | 14% | 2% | 4% | 10% |
| 安全集成 | 9% | 3% | 46% | 50% | 45% | 50% |
| 安全咨询及运维服务 | 40% | 43% | 30% | 30% | 28% | 26% |

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

预计公司 2019-2021 年归属于母公司净利润预测分别为 1.01、1.35 和 1.92 亿元，对应 EPS 分别为 0.56、0.75 和 1.07 元/股。长期看好公司电子认证服务行业应用拓展的机会以及电子合同业务的市场潜力，但公司估值与可比公司基本持平，首次覆盖给予“增持”评级。

表 13: 可比公司估值(收盘价: 元/股; EPS: 元/股)

| 公司名称 | 代码 | 收盘价-20191125 | EPS | | | PE | | |
|------|-----------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2018A | 2019E | 2020E | 2018A | 2019E | 2020E |
| 四维图新 | 002405.SZ | 15.78 | 0.37 | 0.2 | 0.25 | 43 | 79 | 63 |
| 卫士通 | 002268.SZ | 24.24 | 0.14 | 0.26 | 0.39 | 173 | 93 | 62 |
| 深信服 | 300454.SZ | 119.17 | 1.5 | 1.65 | 2.12 | 79 | 72 | 56 |
| 平均值 | | | | | | 98 | 81 | 60 |
| 数字认证 | 300579.SZ | 39.20 | 0.48 | 0.56 | 0.75 | 82 | 70 | 52 |

资料来源: WIND, 光大证券研究所预测

注: 上述公司深信服采用光大计算机盈利预测, 四维图新和卫士通采用 wind 一致预期

◆风险提示:

CA 市场竞争加剧, 电子合同业务拓展不达预期。

表 14: 数字认证业绩预测和估值指标

| 指标 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 520 | 668 | 845 | 1,083 | 1,456 |
| 营业收入增长率 | 16.68% | 28.45% | 26.54% | 28.16% | 34.47% |
| 净利润(百万元) | 84 | 86 | 101 | 135 | 192 |
| 净利润增长率 | 40.50% | 2.62% | 16.83% | 33.75% | 42.01% |
| EPS(元) | 0.47 | 0.48 | 0.56 | 0.75 | 1.07 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 15.45% | 14.12% | 14.65% | 17.01% | 20.29% |
| P/E | 85 | 83 | 71 | 53 | 38 |
| P/B | 13.2 | 11.8 | 10.4 | 9.1 | 7.6 |

资料来源: wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 11 月 29 日收盘价

7.2.4、格尔软件(603232.SH): PKI 领域领先企业, 应用持续扩展

公司是国内领先的 PKI 产品及解决方案提供商, 主要面向公安、政府等保密要求高的机构提供基于 PKI 的信息安全系列产品、安全服务和信息安全整体解决方案。2019 年前三季度实现营收 1.51 亿元同降 3%, 实现归属于上市公司股东的净利润-551 万元同降 149%。

◆政府类客户长期需求稳健, 具备领先优势

PKI 是最高级别的安全认证方式, 广泛应用于电子政务、电子商务、电子银行等对安全密级要求高的领域。对于政府类客户而言, 一旦选定供应商更换成本极高, 因此客户粘性很强。公司在行业内深耕二十年, 市场地位国内领先, 新产品新应用驱动公司政府类业务稳健成长。公司 2014-2018 年营业收入复合增速为 17%, 归属于上市公司股东净利润复合增速为 14%。

◆区块链、物联网等带来广阔潜在 B 端市场, 贡献新的增长动力

随着区块链、物联网等新技术新业态应用发展的深化, 在包括数字货币、安防、车联网等领域, PKI 认证有望成为重要的认证手段, 带来新的广阔的 B 端需求。面向未来的潜在市场, 公司在研发上积极布局, 与上汽合作在车联网安全项目中推出支持车辆网环境的信息安全产品, 探索区块链技术在银行供应链管理领域的应用。同时随着密码法落地, 公司有望受益安全自主可控。

◆盈利预测与投资建议:

基本假设:

- (1) 考虑到随着 PKI 在安防、车联网等行业应用推广,行业需求会边际扩张,假设公司 PKI 安全应用产品 2019-2021 年收入增速分别为 1.5%、15%、20%;
- (2) 考虑到公司通用安全产品 2019 年受阅兵等因素影响客户采购有一定滞后,2020 年之后有望恢复历史增速水平,假设 2019-2021 年收入增速分别为 10%、30%、30%;
- (3) 考虑到 CA 行业格局稳定,新业务和新需求仍将驱动 PKI 认证的持续增长,公司 PKI 基础设施业务 2019-2021 年维持每年 15% 的增长;
- (4) 考虑到公司 PKI 在安防、车联网等行业应用的规模效应更加突出有望带来毛利率的提升,假设公司 PKI 安全应用产品业务 2019-2021 年毛利率分别为 70%、75%、80%。

表 15: 格尔软件盈利预测(单位:百万元)

| | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | 232.06 | 271.65 | 308.59 | 328.71 | 393.00 | 480.77 |
| PKI 安全应用产品 | 124.94 | 157.00 | 160.13 | 162.53 | 186.91 | 224.29 |
| 通用安全产品 | 50.36 | 68.79 | 90.80 | 99.88 | 129.84 | 168.80 |
| PKI 基础设施产品 | 56.76 | 45.86 | 57.65 | 66.30 | 76.24 | 87.68 |
| 营业收入增速 | 25% | 17% | 14% | 7% | 20% | 22% |
| PKI 安全应用产品 | 19% | 26% | 2% | 1.5% | 15% | 20% |
| 通用安全产品 | 37% | 37% | 32% | 10% | 30% | 30% |
| PKI 基础设施产品 | 29% | -19% | 26% | 15% | 15% | 15% |

资料来源:公司公告,光大证券研究所预测

预计公司 2019-2021 年归属于母公司净利润预测分别为 0.84、1.10 和 1.32 亿元,对应 EPS 分别为 0.69、0.91 和 1.08 元/股。长期看好公司 PKI 认证的市场潜力及公司在行业的先发优势,但考虑到应用拓展的节奏仍有不确定性,估值与可比公司较为接近,首次覆盖给予“增持”评级。

表 16: 可比公司估值(收盘价:元/股;EPS:元/股)

| 公司名称 | 代码 | 收盘价-20191129 | EPS | | | PE | | |
|------|-----------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2018A | 2019E | 2020E | 2018A | 2019E | 2020E |
| 启明星辰 | 002439.SZ | 30.80 | 0.63 | 0.79 | 0.99 | 49 | 39 | 31 |
| 绿盟科技 | 300369.SZ | 17.38 | 0.21 | 0.36 | 0.5 | 83 | 48 | 35 |
| 南洋股份 | 002212.SZ | 15.95 | 0.42 | 0.36 | 0.49 | 38 | 44 | 33 |
| 平均值 | | | | | | 57 | 44 | 33 |
| 格尔软件 | 603232.SH | 27.13 | 0.59 | 0.69 | 0.91 | 46 | 39 | 30 |

资料来源:WIND,光大证券研究所预测

注:上述公司均采用光大计算机盈利预测

◆风险提示:

下游需求发展进度不达预期,PKI 认证行业竞争加剧。

表 17: 格尔软件业绩预测和估值指标

| 指标 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 272 | 309 | 329 | 393 | 481 |
| 营业收入增长率 | 17.06% | 13.60% | 6.52% | 19.56% | 22.33% |
| 净利润(百万元) | 70 | 72 | 84 | 110 | 132 |
| 净利润增长率 | 24.60% | 2.21% | 16.79% | 31.73% | 19.07% |

| | | | | | |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EPS (元) | 0.58 | 0.59 | 0.69 | 0.91 | 1.08 |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 12.23% | 11.55% | 12.30% | 14.45% | 15.30% |
| P/E | 47 | 46 | 39 | 30 | 25 |
| P/B | 5.7 | 5.3 | 4.8 | 4.3 | 3.8 |

资料来源: wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 11 月 29 日收盘价

7.2.5、中国长城(000066.SZ): 背靠中国电子, 自主可控布局领先的整机厂商

2019 年前三季度实现收入 71.50 亿元, 同比增长 14.02%; 实现归属于母公司净利润 1.77 亿元, 同比减少 15.06%, 收入同比减少主要是因为去年同期有 2.87 亿出售东方证券股权的非经常性损益; 实现扣非后归母净利润为 1 亿元, 相比去年同期亏损 6918 万元大幅改善。

◆自主安全业务销售收入快速增长:

公司第三季度收入增长 32%, 相比于 Q2 的 9.18% 和 Q1 的 -0.49% 明显改善, 主要系自主可控占收入比重逐渐提高, 它的高速增长对整体收入增长的拉动效应越发明显。公司自主可控整机和服务器的开展载体——子公司长城信安 19H1 实现收入 3.53 亿元, 相比于 18H1 的 1992 万元和 18 年全年的 1.27 亿元都有数倍级的增长, 实现净利润 4551 万元, 盈利能力改善明显。此外, 公司 19H1 和天津飞腾的关联交易为 5598 万元, 相比于 18 年全年的 2624 万元也有两倍左右增长, 公司自主可控推进顺利。

◆飞腾采用资产基础法评估, 收购完成后有望为公司带来估值弹性:

8 月 27 日, 公司公告天津飞腾财务数据和估值情况: 对天津飞腾采用资产基础法评估, 截至 18 年底天津飞腾净资产为 6.02 亿元, 天津飞腾 100% 股权评估值为 6.24 亿元。天津飞腾 16-18 年收入分别为 1946、3265 和 6369 万元, 三年复合增长 81%; 实现净利润分别为 -23、83 和 171 万元, 利润扭亏为盈并快速增长。未来随着自主可控的持续推进和飞腾估值切换到半导体的 PS 估值方式, 公司完成天津飞腾 34.7% 股权的收购有望为公司带来估值弹性。

◆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 18: 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% | -11.65% |
| 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 | 75 | 44 | 36 | 39 | 44 |
| P/B | 6.5 | 7.0 | 5.9 | 5.1 | 4.6 |

资料来源: wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 11 月 29 日收盘价

7.2.6、太极股份(002368.SZ): 背靠中国电科, 自主可控领先集成厂商

2019 年前三季度实现收入 45.84 亿元, 同比增长 18.02%, 基本符合预期; 实现归属于母公司净利润 9.58 亿元, 同比增长 9.58%。

◆收入增长提速, 毛利率继续回升:

公司前三季度收入稳健增长 18.02% 至 45.84 亿元, 其中单 Q3 收入增长 32.27%, 增速相比 Q2 的 14.34% 和 Q1 的 9.44% 提升明显, 收入增长提速主要有两方面原因: 1、国家自主可控战略加速推进, 网安和自主可控业务收入快速增长, 拉动整体收入增长; 2、去年三季度基数较低。公司前三季度整体毛利率 23.89%, 相较于去年同期上升 2.92 个百分点, 盈利能力进一步改善。

◆可转债发行落地助力产品研发, 携手华为共筑鲲鹏生态:

公司 10 亿元的可转债发行于 10 月 17 日发行结束, 初始转股价格定为 31.61 元/股, 可转债募集资金将用于太极自主可控关键技术和产品研发及产业化项目、太极云计算中心和云服务体系建设项目、太极工业互联网服务平台建设项目和补充流动资金。该募集资金主要用于自主可控和云计算等领域的研发投入, 将进一步提升产品竞争力和应对行业发展趋势。近年来, 公司与华为积极开展鲲鹏计算技术应用试点工作, 打破原有产品限制, 将基于鲲鹏处理器的相关产品率先应用于北京市政务大数据平台。目前华为是公司第一大供应商, 公司作为适配最早的集成商之一将受益于华为加速推进鲲鹏生态建设。

◆投资建议:

维持公司 19-21 年归属于母公司净利润预测分别为 3.90、4.84 和 6.11 亿元, 对应 EPS 分别为 0.94、1.17 和 1.48 元。看好公司作为中国电科自主可控总体单位受益于自主可控的快速推进, 维持“增持”评级。

◆风险提示:

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

表 19: 太极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) | 5,300 | 6,016 | 6,760 | 7,604 | 8,533 |
| 营业收入增长率 | 2.62% | 13.52% | 12.37% | 12.48% | 12.22% |
| 净利润 (百万元) | 292 | 316 | 390 | 484 | 611 |
| 净利润增长率 | -3.20% | 8.29% | 23.33% | 24.03% | 26.40% |
| EPS (元) | 0.71 | 0.77 | 0.94 | 1.17 | 1.48 |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 11.15% | 11.11% | 12.20% | 13.15% | 14.25% |
| P/E | 48 | 45 | 36 | 29 | 23 |
| P/B | 5.4 | 5.0 | 4.4 | 3.8 | 3.3 |

资料来源: wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 11 月 29 日收盘价

7.2.7、景嘉微(300474.SZ): 国产 GPU 龙头厂商, 受益安全自主可控

公司 2019 年前三季度实现营业收入 3.85 亿元同增 32%, 实现归属于母公司所有者净利润 1.23 亿元同增 25%。

◆积淀深厚的国产 GPU 龙头

公司主要面向军方客户提供图形显控、小型专用化雷达领域的核心模块及系统级产品。其中图形显控模块、图形处理芯片、加固显示器、加固电子盘和加固计算机等应用于军事装备的显控系统; 空中防撞雷达核心组件、主动防护雷达系统及弹载雷达微波射频前端核心组件等主要应用于军事装备的雷达系统。2018 年公司图形显示领域产品实现营收 2.91 亿元同增 28% 占比 73%, 小型专用化雷达领域产品实现营收 7831 万元同增 65% 占比 20%。公司以 JM5400 为代表的图形芯片打破外国芯片在我国军用 GPU 领域的垄断, 率先实现军用 GPU 国产化。公司核心团队全部来自国防科技大学, 技术积淀深厚。

◆安可驱动 GPU 国产替代带来新增量

公司 JM7200 芯片采用 28nm 工艺, 在产品性能和工艺设计上较 JM5400 有较大提升, 已完成与龙芯、飞腾、银河麒麟、中标麒麟、国心泰山、道、天脉等国内主要 CPU 和操作系统厂商的适配工作, 与中国长城、超越电子等十余家国内主要计算机整机厂商建立合作关系并进行产品测试, 大力开展进一步适配与市场推广工作, 目前已经获得部分产品订单, 且下一代芯片研发已进入工程研制阶段, 正在进行前端设计和软件设计。随着 AI、高清视频等的发展, 带来 GPU 更为广泛的应用市场。在国产自主可控的大背景下, 随着公司产品性能逐步提升, 有望进一步驱动公司产品对外资产品的进口替代。

◆投资建议:

受益于自主可控加速推进, 上调 2019-2020 年收入预测分别至 5.34 和 8.44 亿元 (原值为 4.69 和 6.19 亿元), 同时预计 21 年实现收入 12.16 亿元。考虑到公司前三季度成本有所上升, 略微下调 2019 年归属于母公司净利润预测为 1.76 (原值为 1.83 亿元), 看好公司 GPU 芯片在自主可控市场机遇, 上调公司 2020 年归属于母公司净利润预测为 2.65 亿元 (原值为 2.37 亿元), 同时预计公司 21 年归属于母公司净利润为 3.68 亿元, 对应的 EPS 分别为 0.58、0.88、1.22 元/股, 维持“买入”评级。

◆风险提示:

产品研发进度不达预期, 市场拓展不达预期的风险。

表 20: 景嘉微业绩预测和估值指标

| 指标 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 306 | 397 | 534 | 844 | 1,216 |
| 营业收入增长率 | 10.16% | 29.71% | 34.45% | 57.96% | 44.19% |
| 净利润 (百万元) | 119 | 142 | 176 | 265 | 368 |
| 净利润增长率 | 12.86% | 19.74% | 23.77% | 50.74% | 38.78% |

| | | | | | |
|------------------|--------|-------|-------|--------|--------|
| EPS (元) | 0.39 | 0.47 | 0.58 | 0.88 | 1.22 |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 11.91% | 6.43% | 7.39% | 10.25% | 12.83% |
| P/E | 145 | 121 | 98 | 65 | 47 |
| P/B | 17.2 | 7.8 | 7.2 | 6.6 | 6.0 |

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年11月29日收盘价

7.2.8、诚迈科技(300598.SZ)：全球领先移动终端技术提供商，和深之度合作切入国产操作系统领域

◆全球领先移动终端技术提供商，移动操作系统服务经验丰富：

公司成立于2006年9月，专注于智能手机、智能汽车、智能硬件、人工智能以及移动互联网领域的嵌入式软件技术研发与创新，致力于为客户提供全生命周期的解决方案，涵盖咨询、设计、开发、测试和技术支持环节。公司与全球主流知名移动芯片厂商、移动终端设备厂商、汽车厂商以及移动互联网厂商建立了长期稳定的合作关系，是全球领先移动终端技术提供商。2008年，公司及时跟上Android系统开发进度，成为全球首批Android软件服务提供商之一，移动操作系统服务经验丰富。公司80%以上的收入来自于软件技术人员劳务输出业务。2019年前三季度实现收入4.65亿元，同比增长22.52%；实现归属于母公司净利润570万元，同比减少41.93%，利润降低主要是因为人员开支增加和政府补助减少。

◆和武汉深之度合资成立统信软件，切入国产操作系统领域：

2019年11月25日，公司公告公司全资子公司武汉诚迈和深之度分别作价20400万元和25500万元共同以股权对统信软件增资，完成后诚迈科技将持有统信软件44.4%的股权，统信软件持有深之度100%股权。武汉深之度成立于2011年，是专注基于Linux的国产操作系统研发与服务的商业公司。深度操作系统2012年、2013年、2014年和2019年在全球Linux发行版排行榜的排名分别为前100名、前50名、前20名和前10名，是率先进入国际前十名的中国操作系统产品。此外，深之度已经建立了国内最活跃的国产操作系统社区。截至2018年，深度操作系统累计下载超过8000万次，提供32种不同的语言版本，以及遍布六大洲33个国家105个镜像站点的升级服务。双方合作成立的统信软件在国产操作系统领域的拓展值得期待。

◆盈利预测和投资建议：

基本假设：

因为公司和深之度的合作刚开始，暂不考虑统信软件对公司财务的影响。基于以下假设：

1、考虑到过去几年公司软件技术人员劳务输出和定制服务业务主要是在智能手机领域，受智能手机整体销量增长变慢影响，上述两块业务增长变慢。随着公司将业务逐步拓展至移动智能终端向汽车、可穿戴设备和智能家居等高景气场景，预计公司人员劳务输出业务和软件定制服务未来几年有望迎来增长拐点，假设2019-2021年上述两项业务分别增长30%、30%和30%。

2、考虑到过去几年占公司收入比重较大的人员劳务输出业务和软件定制服务过去几年毛利率变化较小，假设公司2019-2021年各项业务毛利率与18年基本保持一致。

表 21：公司未来三年收入预测

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 主营业务收入 (百万元) | 486 | 534 | 694 | 901 | 1,171 |
| 软件技术人员劳务输出业务 | 400 | 464 | 604 | 785 | 1,020 |
| 软件定制服务 | 78 | 64 | 83 | 108 | 141 |
| 软硬件产品的开发和销售 | 7 | 5 | 7 | 8 | 9 |
| 营业收入增速 | -3.8% | 9.9% | 29.9% | 29.9% | 29.9% |
| 软件技术人员劳务输出业务 | -10.1% | 16.0% | 30.0% | 30.0% | 30.0% |
| 软件定制服务 | 73.4% | -18.2% | 30.0% | 30.0% | 30.0% |
| 软硬件产品的开发和销售 | -50.9% | -26.0% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| 毛利率 | 31.3% | 27.7% | 28.6% | 28.5% | 28.5% |
| 软件技术人员劳务输出业务 | 30.0% | 27.2% | 28.0% | 28.0% | 28.0% |
| 软件定制服务 | 34.2% | 31.1% | 32.0% | 32.0% | 32.0% |
| 软硬件产品的开发和销售 | 68.6% | 34.2% | 34.2% | 34.2% | 34.2% |

资料来源：wind，光大证券研究所整理

预计公司 2019-2021 年收入分别为 6.94、9.01 和 11.71 亿元，预计 19-21 年归属于母公司净利润分别为 0.31、0.45 和 0.58 亿元，对应的 EPS 分别为 0.39、0.56、0.73 元/股。国产操作系统目前的龙头为中标麒麟、天津麒麟和深之度，其中中标麒麟（持股 50%）和天津麒麟分别隶属于中国软件旗下子公司中标软件（中软持股 50%）和天津麒麟（中软持股 40%）。假设未来三个操作系统厂商在国产化替代领域份额相同，考虑到同样定位于国产操作系统的中国软件市值为 331 亿元（截至 2019 年 11 月 25 日），则诚迈科技还有一定的空间。而公司在国产操作系统领域知名度要好于中国软件，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 22：可比公司的 PE 比较

| 公司名称 | 收盘价 | | EPS (元) | | | PE (X) | | | | CAGR -3/2018 | PEG -2018 | 市值 亿元 |
|------|--------|------|---------|------|------|--------|-----|-----|-----|-----------------|--------------|----------|
| | 11.29 | 18 | 19E | 20E | 21E | 18 | 19E | 20E | 21E | | | |
| 中国软件 | 67.78 | 0.22 | 0.43 | 0.96 | 1.51 | 303 | 159 | 70 | 45 | 89% | 3.4 | 335 |
| 诚迈科技 | 108.01 | 0.20 | 0.39 | 0.56 | 0.73 | 543 | 277 | 193 | 148 | 54% | 10.0 | 86 |

资料来源：wind 一致预期，诚迈科技 EPS 数据为光大研究所预测

◆ 风险提示：

对外投资设立统信软件不成功，和深之度合作不及预期，汽车、可穿戴设备和智能家居等场景拓展不及预期，操作系统领域拓展不及预期，竞争加剧的风险，市场整体估值水平下降。

表 23：诚迈科技业绩预测和估值指标

| 指标 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 486 | 534 | 694 | 901 | 1,171 |

| | | | | | |
|------------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入增长率 | -3.84% | 9.86% | 29.90% | 29.90% | 29.91% |
| 净利润 (百万元) | 39 | 16 | 31 | 45 | 58 |
| 净利润增长率 | -22.12% | -59.57% | 96.31% | 42.97% | 30.92% |
| EPS (元) | 0.49 | 0.20 | 0.39 | 0.56 | 0.73 |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 8.76% | 3.45% | 6.34% | 8.32% | 9.82% |
| P/E | 225 | 555 | 283 | 198 | 151 |
| P/B | 19.7 | 19.2 | 17.9 | 16.5 | 14.8 |

资料来源: wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 11 月 29 日收盘价

7.2.9、启明星辰(002439.SZ): 企业信息安全龙头, 再起新征程

2019 年前三季度实现收入 15.83 亿元, 同增 21.57%; 实现归属于上市公司股东净利润 9710 万元, 同减 17.93%; 实现归属于上市公司股东的扣非后净利润 7765 万元, 同比大增 239.18%。

◆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。

◆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, 并已在成都、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。

◆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 24: 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% | 23.97% | 25.93% | 25.51% |
| EPS (元) | 0.50 | 0.63 | 0.79 | 0.99 | 1.24 |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 14.41% | 15.85% | 16.42% | 17.13% | 17.70% |
| P/E | 61 | 49 | 39 | 31 | 25 |
| P/B | 8.8 | 7.7 | 6.4 | 5.3 | 4.4 |

资料来源: wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 11 月 29 日收盘价

7.2.10、安恒信息(688023.SH): 应用安全领先企业, 新兴安全布局领先

◆应用和数据安全领先企业:

公司成立于2007年,先后推出国内第一款商业版Web漏扫和Web深度防御,之后又相继推出数据库审计和堡垒机,依托这几款产品奠定了公司在应用和数据安全领域的领先优势。公司自2014年开始陆续推出了云安全、大数据安全、态势感知和智慧城市安全等新兴安全领域相关产品和解决方案。公司技术实力雄厚,是阿里云安全市场首批安全供应商,并于2015年11月获得阿里创投战略投资。营收从2016年的3.17亿元增长到2018年的6.27亿元,增长了近1倍,复合增长率41%;归母净利润从2016年的-48万元增加到2018年的7687万元。

◆新兴安全布局领先,有望为公司带来新的增长点:

围绕着新的监管政策要求、新的信息技术提出了有针对性的综合信息安全解决方案,公司自2014年开始陆续推出了云安全、大数据安全、态势感知和智慧城市安全等新兴安全领域相关产品和解决方案,并逐步涉入物联网安全、工业控制及工业互联网安全等领域。公司包含新兴安全业务的网络安全平台业务收入由16年的1795万元增长到18年的1.42亿元。此外公司逐渐从提供专业产品向提供专业服务模式进行转变,安全服务业务收入过去三年增长2.42倍,增速快于总营收增速。

◆盈利预测与估值结论:

看好公司新兴安全和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0.84、1.23和1.67亿元,对应的EPS分别为1.13、1.66和2.26元/股。可比公司19年平均PE为53倍且19-21年净利润CAGR稍高的绿盟科技和深信服19年的PE都分别为56和72X,考虑到公司19-21年的净利润CAGR为41%且公司目前净利率处在低位,给予“增持”评级。

表 25: 可比公司的 PE 比较

| 公司名称 | 收盘价 | | EPS (元) | | | | PE (X) | | | | CAGR -2/2019 | PEG -2019 | 市值 亿元 |
|------|--------|------|---------|------|------|----|--------|-----|-----|-----|-----------------|--------------|----------|
| | 11.29 | 18 | 19E | 20E | 21E | 18 | 19E | 20E | 21E | | | | |
| 绿盟科技 | 17.38 | 0.21 | 0.32 | 0.42 | 0.57 | 83 | 55 | 41 | 31 | 34% | 1.6 | 139 | |
| 南洋股份 | 15.95 | 0.42 | 0.40 | 0.51 | 0.63 | 38 | 40 | 31 | 25 | 25% | 1.6 | 185 | |
| 启明星辰 | 30.80 | 0.63 | 0.80 | 0.98 | 1.23 | 49 | 39 | 31 | 25 | 24% | 1.6 | 276 | |
| 深信服 | 113.60 | 1.48 | 1.63 | 2.10 | 2.85 | 77 | 70 | 54 | 40 | 32% | 2.2 | 465 | |
| 平均 | - | - | - | - | - | 62 | 51 | 40 | 30 | 29% | 1.8 | - | |
| 安恒信息 | 102.00 | 1.04 | 1.13 | 1.66 | 2.26 | 98 | 90 | 61 | 45 | 41% | 2.4 | 76 | |

资料来源: wind 一致预期, 安恒信息 EPS 为光大证券研究所预测数据

◆风险提示:

信息安全政策落地不及预期、新兴安全领域拓展不及预期、公司产品不能及时满足市场需求。

表 26：安恒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） | 430 | 627 | 892 | 1,223 | 1,644 |
| 营业收入增长率 | 35.89% | 45.58% | 42.35% | 37.12% | 34.39% |
| 净利润（百万元） | 52 | 77 | 84 | 123 | 167 |
| 净利润增长率 | - | 47.45% | 9.34% | 46.56% | 35.94% |
| EPS（元） | 0.70 | 1.04 | 1.13 | 1.66 | 2.26 |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 12.06% | 15.17% | 5.40% | 7.33% | 9.06% |
| P/E | 145 | 98 | 90 | 61 | 45 |
| P/B | 17.5 | 14.9 | 4.9 | 4.5 | 4.1 |

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 29 日收盘价

7.2.11、拓尔思(300229.SZ)：语义智能龙头，多应用场景景气

2019 年前三季度实现收入 6.40 亿元，同比增长 19.46%；实现归属于上市公司股东的净利润为 6283 万元，同比增长 40.89%。

◆国内语义智能技术的领导厂商：

公司成立于 1996 年，国内领先的拥有自主核心技术的人工智能和大数据技术及数据服务提供商。根据 IDC 报告，公司人工智能产品在 2018 年下半年占中国语音语义市场份额的 4.2%，排名第二，是国内语义智能技术的领导厂商，在人工智能和大数据方面技术优势明显。公司持续推动 NLP 等技术在各行业的落地，目前已经构建了涵盖数据管理、舆情监控、内容管理等通用产品体系及媒体、安全及政企等重点行业应用解决方案体系。公司近年来收入稳健增长，自上市以来，收入从 2011 年的 1.91 亿元增长到 2018 年 8.45 亿元，8 年复合增长 23.66%。

◆短期受益于多个重要领域高景气，长期受益于非结构化数据增加：

近年来，网络舆情、政府、融媒体等多个重要领域市场作为人工智能和大数据创新场景和应用，受益于技术趋势和政策的推动，这些领域未来几年将迎来快速的增长。**网络舆情领域**：互联网内容的快速增长也对传统监管方式提出了巨大的挑战，监管部门逐步加大在新型互联网监管工具的投入。公司在互联网舆情和大数据分析领域布局领先，有望受益于行业的快速发展。**政府集约化网站**：政府网站快速增长带来财政资金浪费、信息孤岛和网上服务碎片化等诸多痛点，政府近年来加大政府网站集约化建设力度，相关项目招标明显增加。**融媒体领域**：传统媒体面临新兴媒体快速发展带来的极大挑战，为加大地方媒体的影响力，国家持续加大传统媒体融媒体转型的建设，19-20 年将加大县级融媒体的建设，行业需求增加明显。受益于多个重要领域的高景气，公司近年来中标金额明显增加。

远期看，快速增长的非结构化数据必将增加数据处理和分析相关的需求，公司作为语义智能领域的领先的厂商，有望长期受益。

◆投资建议：

维持公司 19-21 年归属于母公司净利润预测分别为 1.95、2.52 和 3.29 亿元，对应的 EPS 分别为 0.41、0.53、0.69 元/股。网络舆情、政府集约化

门户、融媒体等多个重要领域受政策和技术趋势推动投入增加有望给公司带来的业绩弹性，维持“买入”评级。

◆风险提示：

融媒体、网路舆情和政府集约化门户等领域拓展不及预期，公司产品不能及时满足客户需求，市场整体风险。

表 27：拓尔思业绩预测和估值指标

| 指标 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 821 | 845 | 1,057 | 1,370 | 1,754 |
| 营业收入增长率 | 20.76% | 2.92% | 25.04% | 29.60% | 28.03% |
| 净利润（百万元） | 158 | 61 | 195 | 252 | 329 |
| 净利润增长率 | 15.43% | -61.47% | 220.37% | 29.31% | 30.31% |
| EPS（元） | 0.33 | 0.13 | 0.41 | 0.53 | 0.69 |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 8.77% | 3.29% | 9.31% | 10.75% | 12.28% |
| P/E | 35 | 90 | 28 | 22 | 17 |
| P/B | 3.1 | 3.0 | 2.6 | 2.3 | 2.1 |

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 29 日收盘价

7.2.12、南洋股份(002212.SZ)：防火墙龙头再起航

2019 年前三季度实现营收 42.66 亿元，同比减少 0.37%；实现归属于上市公司股东净利润-112 万元。

◆收购天融信，切入信息安全领域

南洋股份成立于 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。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。

◆中电科入股 5%，股东优化开始：

11 月 18 日，公司公告控股股东郑钟南先生和第二大股东明泰资本分别转让 2.85% 和 2.16% 股权给电科网信，电科网信成立于 2019 年 11 月 8 日，执行事务合伙人为中电基金管理（天津）有限公司，控股股东为中电科。中电科本次入股的原因一方面是看好对网络安全行业发展前景的良好预期，另一方面是看好南洋股份未来持续稳定发展以及对南洋股份价值的认可。此前公司控股股东和第二大股东明泰资本都是民营资本，考虑到信息安全投入以政府和国企为主，此次中电科等国有资本的引入将进一步优化公司股权结构，对公司拓展政企市场有一定的帮助。

◆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。看好中电科入股对政府市场拓展的帮助，公司作为信息安全领先企业受益于行业边际改善和在云安全、数据安全、工控安全和安全服务等新兴领域的布局带来的业绩弹性，维持“增持”评级。

◆风险提示：

中电科入股不及预期；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 28：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% | 35.26% | 24.42% |
| 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 | 43 | 38 | 44 | 33 | 26 |
| P/B | 2.3 | 2.3 | 2.1 | 2.0 | 1.9 |

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 29 日收盘价

7.2.13、绿盟科技(300369.SZ)：股权结构和销售体系改善带来公司边际改善

2019 年前三季度实现收入 8.66 亿元，同比增长 30.07%；实现归属于母公司净利润为-102 万元，相比去年同期的亏损 4353 万元明显改善；实现归属于母公司扣非后净利润为-2442 万元，同比增长 65.39%。

◆各项费用率控制合理，静待净利率回升贡献业绩弹性：

19 年前三季度公司期间费用率、销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率分别为 78.03%、42.08%、11.22%、25.44%和-0.71%，相比去年同期变化-11.08、-2.39、-3.37、4.12 和-1.20 个百分点，公司各项费用率下降明显，主要是因为公司今年以来人员扩张速度远低于收入增长速度。考虑到人员开支是信息安全公司主要的费用构成，预计费用率下降还将持续到年末，届时公司整体净利率将明显回升。

◆公司边际改善显现，收入增长提速：

公司单 Q3 实现收入 3.44 亿元，同比增长 38.28%，考虑到今年 Q1 收入增长 15.86%，Q2 收入增长 31.25%，收入增长逐季提速，而且三季度高增长是在去年同期 45.78%的高增长基数情况下实现的，主要得益于公司股东结构变化、销售体系变革和行业边际改善等多重因素共同作用。报告期内，公司业务线组织架构进行了调整，调整后总部各个事业部和各地分公司、办事处联动，形成纵横结合的业务销售体系，对公司业务拉动效果明显。

◆投资建议：维持 19-21 年的收入预测为 17.50、22.29 和 27.92 亿元，维持公司 19-21 年归属于母公司净利润预测至 2.90、4.02 和 5.43 亿元，对应 EPS 分别为 0.36、0.50 和 0.68 元/股。看好公司引入中国电科作为股东带来政府领域收入的突破和公司费用管控带来的净利率回升，维持“增持”评级。

◆风险提示：业务推进进展不及预期；政府领域突破不及预期；市场整体估值水平下降。

表 29：绿盟科技业绩预测和估值指标

| 指标 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 1,255 | 1,345 | 1,750 | 2,229 | 2,792 |
| 营业收入增长率 | 15.07% | 7.17% | 30.12% | 27.34% | 25.29% |
| 净利润 (百万元) | 152 | 168 | 290 | 402 | 543 |
| 净利润增长率 | -30.78% | 10.31% | 72.41% | 38.84% | 34.85% |
| EPS (元) | 0.19 | 0.21 | 0.36 | 0.50 | 0.68 |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 5.32% | 5.41% | 8.69% | 10.94% | 13.11% |
| P/E | 91 | 83 | 48 | 34 | 26 |
| P/B | 4.8 | 4.5 | 4.2 | 3.8 | 3.4 |

资料来源: wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 11 月 29 日收盘价

7.2.14、深信服(300454.SZ): 收入延续加速态势, 高研发投入夯实内功

公司 2019 年前三季度实现营业收入 27.9 亿元同增 35.3%, 实现归属于上市公司股东净利润 3.1 亿元同降 0.02%, 实现归属于上市公司股东扣非后净利润 2.5 亿元同降 9.2%, 实现经营活动产生的现金流量净额 3.2 亿元同增 23.2%。

◆收入延续加速态势, 研发支出持续高增

继 2019Q2 收入同增 41%, 公司 Q3 收入同增 39%, 增速继续高于去年同期水平。前三季度综合毛利率由去年同期的 73.5% 下降到 71.8%, 预计主要是毛利率偏低的云业务增速更快所致。销售费用率由去年同期的 39.5% 下降到 39%, 研发费用率由去年同期的 25.9% 上升到 28.1%, 但 Q3 研发费用率相比去年同期下降 0.4 个百分点, 在收入高增长的基础上费用率边际改善。在安全行业高景气度, 公司发展大客户市场的背景下, 以及云业务市场竞争力的驱动下, 预计公司营收有望保持较快增长。

◆企业文化凝聚成长动力, 费用改善释放业绩弹性

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, 员工激励充足保有活力。公司在信安市场处于行业头部地位, 市场从过去渠道为主的中小企业逐渐向大型企业、政府等单位渗透。同时在安全业务做到行业头部的基础上, 能够主动走出舒适区拓展更具潜力的以超融合为基础的云计算业务, 不断拓宽公司产品及业务边际, 打造新的增长点。公司云业务正处于高投入期, 夯实基础丰富产品线, 致力于为客户提供具有特色的极简、稳定、高性能的混合云解决方案, 随着云业务产线布局完善及能力加强, 研发端支出改善将显著释放业绩弹性。

◆投资建议:

维持公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.65、2.12、3.49 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 30: 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 | 4,199 | 5,571 | 7,399 |
| 营业收入增长率 | 41.28% | 30.41% | 30.21% | 32.69% | 32.81% |
| 净利润(百万元) | 574 | 603 | 664 | 856 | 1,407 |
| 净利润增长率 | 122.67% | 5.19% | 10.04% | 28.90% | 64.38% |
| EPS(元) | 1.42 | 1.50 | 1.65 | 2.12 | 3.49 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 32.95% | 17.55% | 15.84% | 17.18% | 22.32% |
| P/E | 80 | 76 | 69 | 54 | 33 |
| P/B | 26.3 | 13.3 | 10.9 | 9.2 | 7.3 |

资料来源: wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 11 月 29 日收盘价

7.2.15、用友网络(600588.SH): 国内 ERP 龙头, 云业务持续高速增长

公司 2019 年前三季度实现营收 50.09 亿元同增 10%, 实现归属于上市公司股东净利润 4.47 亿元同增 196.39%。

◆国内管理管理软件龙头, 云转型效果显著

公司是国内管理软件龙头, 主要有软件、云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。公司 2010 年正式发布用友云战略; 2012 年推出“UAP 用友企业云平台”(PaaS 平台), 并发布了包括财税、协同、营销、支付在内的四款 SaaS 产品和云 ERP“U8+”; 之后通过横向和纵向相结合的方式拓展 SaaS 产品线, 截至目前, 公司云服务业务已经包括云平台、领域云、行业云、畅捷通云和云市场等多个部分。截止 2018 年年底, 云服务业务的企业客户数 467.21 万家, 其中付费企业客户数 36.19 万家, 较 2017 年年末增长 55%。

自转型以来, 公司云业务持续高速增长, 云服务业务收入由 2015 年的 0.87 亿增长到 2018 年的 8.51 亿元, 增长了 9.79 倍。云服务业务收入占比也由 2015 年的 1.9% 增长到 2018 年的 11.05%。

◆投资建议:

维持公司 2019-2021 年归属于上市公司股东净利润分别为 8.75、11.51、14.21 亿元, 对应最新股本摊薄后的 EPS 分别为 0.35、0.46、0.57 元/股, 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 31: 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 | 8,259 | 9,354 | 10,746 |
| 营业收入增长率 | 24.06% | 21.44% | 7.21% | 13.26% | 14.87% |
| 净利润(百万元) | 389 | 612 | 875 | 1,151 | 1,421 |
| 净利润增长率 | 97.11% | 57.33% | 42.91% | 31.59% | 23.43% |
| EPS(元) | 0.16 | 0.25 | 0.35 | 0.46 | 0.57 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 6.65% | 9.32% | 12.46% | 15.26% | 17.22% |
| P/E | 178 | 113 | 79 | 60 | 49 |

P/B 11.8 10.5 9.8 9.2 8.4

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 29 日收盘价

7.2.16、石基信息(002153.SZ)：云收入高增长，研发投入持续加大

公司 2019 年前三季度实现营收 24.37 亿元同增 22.4%；实现归属于上市公司股东净利润 3.22 亿元同增 1.8%。

◆战略与执行力俱佳的酒店、餐饮、零售信息化龙头

公司是酒店信息系统市场龙头，五星级酒店市占率超过 90%；餐饮信息系统市场相对领先，2018 年底客户总数超过 20 万家；零售信息系统市场优势明显，控股子公司富基融通、长益科技市场份额分列第一和第三，规模化零售业市占率六到七成。同时全资子公司畅联和南京银石提供直连和支付解决方案，有效解决客户商品信息实时更新和支付信息自动比对的需求；全资子公司中电器件提供软硬一体的经销渠道，三者与公司信息系统业务形成良好互补，业务布局形成一个有机整体。

◆直连驱动商业模式转型，云转型带来长期价值提升空间

公司兼具战略与执行力，通过延展支付直连和预定直连提升客户体验，驱动商业模式转型。2019 年上半年公司支付直连交易总金额约 735 亿人民币同增 48%，预订直连产量超过 410 万间夜同增 36%，均保持高增长态势。公司积极通过内生加外延方式探索酒店管理及餐饮系统 SAAS 化转型，并围绕客户需求不断丰富包括追溯、交易管理、声誉管理等 SAAS 服务。2019 年上半年公司 SAAS 业务实现月度可重复订阅费 1981 万元同增 118.8%，企业客户门店总数约 6 万家，平均续费率 90% 左右。

◆投资建议：

维持公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.47、0.51、0.55 元/股，维持“买入”评级。

◆风险提示：

公司外延收购较多带来的业务整合风险，以及收购标的业绩不达承诺的商誉减值风险。

表 32：石基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） | 2,961 | 3,098 | 3,682 | 4,041 | 4,455 |
| 营业收入增长率 | 11.21% | 4.60% | 18.86% | 9.75% | 10.24% |
| 净利润（百万元） | 419 | 463 | 501 | 547 | 592 |
| 净利润增长率 | 7.78% | 10.61% | 8.12% | 9.25% | 8.20% |
| EPS（元） | 0.39 | 0.43 | 0.47 | 0.51 | 0.55 |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 7.98% | 5.58% | 5.74% | 5.94% | 6.08% |
| P/E | 91 | 82 | 76 | 70 | 64 |
| P/B | 7.2 | 4.6 | 4.4 | 4.1 | 3.9 |

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 29 日收盘价

7.2.17、泛微网络(603039.SH): 国内 OA 龙头企业, 云业务推广效果显著

2019 年前三季度实现收入 7.84 亿元, 同比增长 26.11%; 实现归属于上市公司股东的净利润为 7158 万元, 同比增长 20.91%; 截至 2019 年三季度末, 预收账款余额为 5.76 亿元, 同比增长 16.17%, 各项财务数据稳健增长。

◆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 2019 年前三季度收入稳健增长 26.11% 至 7.84 亿元, 增速相较于半年度有所回升。前三季度整体毛利率 96.05%, 同升 0.73 个百分点, 基本维持稳定。公司期间费用率、销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 90.45%、70.50%、7.99%、14.31% 和 -2.35%, 相比去年同期变化 -2.37%、+0.29%、-1.75%、-0.29% 和 -0.62 个百分点, 公司整体费用率下降明显, 其中管理费用率下降比较明显主要是因为股权激励摊销费用相比去年同期减少比较明显。

◆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 0.96、1.21、1.48 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 33: 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) | 0.57 | 0.75 | 0.96 | 1.21 | 1.48 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 14.68% | 15.81% | 17.05% | 17.94% | 18.38% |
| P/E | 95 | 73 | 57 | 45 | 37 |

P/B 14.0 11.5 9.7 8.1 6.8

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年11月29日收盘价

7.2.18、广联达(002410.SZ)：建筑信息化龙头，云业务再启华章

2019年前三季度实现营收22.37亿元，同比增长23.89%；实现归属上市公司股东的净利润1.59亿元，同比减少45.74%。

◆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 化转型进入深水区：

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。造价业务云转型已进入深水区，10个收入体量较大且非公司优势的区域启动转型，转型区域由11个增加到21个，转型进入深水区。

◆投资建议：

维持公司19-21年归属于上市公司股东净利润预测分别为4.95、6.21和8.15亿元，对应EPS分别为0.44、0.55和0.72元。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 34：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 | 77 | 83 | 74 | 59 | 45 |
| P/B | 11.9 | 11.5 | 10.6 | 9.6 | 8.5 |

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年11月29日收盘价

7.2.19、汇纳科技(300609.SZ)：客流分析系统龙头，关注云转型进展

公司2019年前三季度实现营收1.97亿元同增31.9%，实现归属于上市公司股东的净利润5044万元同增28.3%，实现归属于上市公司股东的扣

非后的净利润 4567 万元同增 41.5%。其中第三季度实现营收 8759 万元同增 20.6%，实现归属于上市公司股东的净利润 2718 万元同增 8.1%，实现归属于上市公司股东的扣非后的净利润 2405 万元同增 4.3%。

◆剔除股权激励费用影响 Q3 利润同增 19.3%

根据公司 2019 年三季度业绩预告前三季度股权激励费用约 1374 万元，其中上半年三费中股份支付费用总计 719 万元，即 Q3 单季度股份支付费用为 655 万元，去年同期为 313 万元。如果剔除股份支付费用对利润的影响，Q3 归属于上市公司股东的净利润同增 19.3%，扣非后同增 16.9%，维持稳健增长。公司 Q3 营收同增 20.6%与去年同期 21.1%持平，销售毛利率 68.8%与去年同期 68.1%持平，业务整体维持稳健的增长态势。

◆高增长期权解锁条件绑定核心员工利益，云转型进入更大价值市场

公司目前已完成四期限制性股票和股票期权激励计划，核心员工覆盖充分。最新激励计划解锁条件为以 2016 年净利润为基数，2019-2021 年净利润增速分别不低于 80%、160%、240%。高速增长背后反应公司对未来的信心和推进云转型的决心。而线下购物中心的云转型，可以针对客户不同需求提供更丰富的增值服务，并向客户全生命周期需求延伸，从而大幅提升单客户 ARPU 值，迎来更大市场价值。此外，购物中心为主体的资源配置天然忽略个体品牌个性化需求，以购物中心为支点，公司亦有望切入品牌客户市场，拓展新增量。

◆投资建议与评级：

维持公司 2019-2021 年归属于上市公司股东净利润分别为 0.89、1.26、1.68 亿元，对应 EPS 分别为 0.88、1.25、1.67 元/股，维持“买入”评级。

◆风险提示：

客流分析系统市场竞争加剧，汇客云推广不达预期。

表 35：汇纳科技业绩预测和估值指标

| 指标 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 203 | 249 | 315 | 401 | 535 |
| 营业收入增长率 | 17.44% | 22.67% | 26.52% | 27.17% | 33.43% |
| 净利润（百万元） | 59 | 66 | 89 | 126 | 168 |
| 净利润增长率 | 22.36% | 10.91% | 36.02% | 40.89% | 34.12% |
| EPS（元） | 0.59 | 0.65 | 0.88 | 1.25 | 1.67 |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 12.52% | 12.45% | 14.62% | 17.96% | 20.62% |
| P/E | 58 | 53 | 39 | 27 | 20 |
| P/B | 7.3 | 6.5 | 5.7 | 4.9 | 4.2 |

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 29 日收盘价

7.2.20、思创医惠(300078.SZ)：智慧医疗持续高增长，管理效能提升仍有潜力

公司 2019 年前三季度实现营业收入 10.68 亿元同增 21.4%，实现归属于上市公司股东净利润 1.21 亿元，同增 11.3%。

◆智能开放平台领先厂商，智慧医疗持续高增长

公司目前形成以智慧医疗和商业智能双轮驱动的业务布局。2019 年上半年公司智慧医疗业务实现营收 3.11 亿元同增 39.5%，商业智能实现营收 4.13 亿元同增 15.6%。公司中标、实施重庆市肿瘤研究所、广东省中医院等一批单体金额在千万元以上的典型项目，在政策驱动行业需求扩张的背景下，公司的智能开放平台符合行业互联互通的要求，高增长将持续。

◆智慧医疗景气度持续，管理效能提升仍有潜力

公司智能开放平台能够有效满足医院互联互通需求，有效解决数据孤岛难题。基于平台的微小化应用能够满足医院更为垂直细分的业务需求，平台+应用助力智慧化医院建设。同时公司积极推进 AI+ 医疗的应用探索，以人工智能认知引擎 ThinkGo 为核心的医学智能大脑，在临床诊断为医生提供辅助决策，并解决质控、医保控费等管理问题。公司目前智慧医疗及商业智能业务间的协同性，综合管理效能仍有提升空间。报告期内公司启动 ERP 信息化项目建设，全面优化公司内部管理体系提升效能值得期待。

◆投资建议：

维持公司 2019-2021 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 36：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 | 143 | 194 | 256 | 333 |
| 净利润增长率 | -30.70% | 10.14% | 35.06% | 32.25% | 30.09% |
| EPS（元） | 0.16 | 0.18 | 0.24 | 0.32 | 0.41 |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 6.32% | 6.55% | 8.17% | 9.86% | 11.52% |
| P/E | 83 | 76 | 56 | 42 | 33 |
| P/B | 5.3 | 5.0 | 4.6 | 4.2 | 3.8 |

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 29 日收盘价

7.2.21、卫宁健康(300253.SZ)：Q2 收入增长加速，创新业务仍值得期待

公司 2019 年前三季度实现营收 11.98 亿元同增 29.5%，实现归属于上市公司股东净利润 2.73 亿元同增 41.7%。

◆收入逐季加速

公司作为医疗 IT 领域的领先企业，在政策驱动的行业高景气度背景下将直接受益。从 2019 年前三季度看，公司 Q1、Q2、Q3 单季度收入增速分别为 20.1%、23.9%、39.7%，呈逐季加速态势，意味着随着公司进入订单确认周期，行业高景气带来订单高速增长逐渐完成收入兑现。按照政策目标，2020 年各地市辖区内所有三级医院电子病历应用水平分级评价要达到 4 级以上，行业高景气仍将持续。

◆医疗 IT 行业景气度高，创新业务仍值得期待

受电子病历评级及互联互通等政策驱动，医疗 IT 行业高景气度将持续。2019 年上半年公司医疗 IT 订单增速较上年度更快，新增千万级订单近 20 个。并打造一批标杆项目，为公司市场拓展带来良好口碑效应。同时创新业务持续推进，从公司披露的上半年数据看，纳里健康实现营收 1073 万元同降 19.5%，实现净利润-1,423 万元，主要受项目结算滞后影响；卫宁互联网单体报表实现营收 922 万元同增 2.17%，实现净利润-362 万元降幅明显，主要受第三方支付公司返点费率大幅下调影响；卫宁科技实现营收 339 万元同增 4.7%，实现净利润-2,503 万元；铜世圈实现营收 8,385 万元同增 196%，实现净利润-521 万元。创新业务虽然短期财务承压，但接入机构数、交易金额、服务患者次数等业务数据仍然进展良好，未来表现值得期待。

◆投资建议：

维持公司 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：

创新业务进展低于预期的风险。

表 37：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% | 32.52% | 31.85% | 28.32% |
| EPS（元） | 0.14 | 0.19 | 0.25 | 0.33 | 0.42 |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 8.82% | 9.68% | 11.16% | 12.95% | 14.41% |
| P/E | 109 | 82 | 62 | 47 | 37 |
| P/B | 9.6 | 7.9 | 6.9 | 6.1 | 5.3 |

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 29 日收盘价

7.2.22、久远银海(002777.SZ)：医保民政信息化景气度开启，公司直接受益

公司是智慧民生和军民融合服务商，聚焦医疗医保、数字政务、智慧城市、军民融合四大战略方向。2019 年前三季度实现营收 4.95 亿元同增 18%；实现归属于上市公司股东的净利润 8423 万元同增 42%。

◆医保 IT 景气度边际向上

受新一代医保信息系统建设驱动，行业需求边际向上，预计 2020 年将迎来订单规模落地。公司支撑着国家异地就医结算平台、国家医疗保险精算平台等国家级平台，以及全国 10 余个省、近 100 个地级以上城市医保核心业务经办系统的稳定运行，新医保的建设将直接受益。同时公司成功实施吉林省医保局大数据平台、云南省部分省市医保 DRGs 平台等“医保大数据”项目，在医保压力日增的背景下，DRGs 试点推进有望打开长期新的成长空间。

◆数字政务长期需求可持续，金民工程有望带来新增量

公司围绕人社、民政、住房金融、总工会等民生领域提供综合信息化解决方案，支撑着全国 10 余个省、50 多个地级城市住房公积金核心业务系统的稳定运行，在政务办公提效改善民生的背景下，信息化应用将持续深化。此外民政部 2019 年 8 月印发《金民工程一期项目试点工作方案》，有望带来民政领域信息化建设新增量，公司 2018 年承建民政部金民工程一期应用支撑平台、民政部居民家庭经济状况核对信息系统 2.0 版等国家级项目，将直接受益。

◆盈利预测和投资建议：

基本假设：

- (1) 受益于医保 IT 和金民工程等新增量，公司软件开发业务有望呈加速态势，假设 2019-2021 年营收增速分别为 14%、20%、22%；
- (2) 存量项目增加驱动运维需求增加，假设公司运维业务收入 2019-2021 年保持 15% 的增速；
- (3) 考虑到公司系统集成设备业务毛利率偏低，是配合软件业务和运维业务的开展的辅助，预计将保持良性稳健稳增，假设 2019-2021 年营收增速分别为 30%、30%、30%；
- (4) 由于毛利率偏低的系统集成设备业务增速较高，假设公司综合毛利率 2019-2021 年分别为 41.5%、41.3%、40.5%；

表 38：久远银海盈利预测(单位：百万元)

| | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 527 | 690 | 864 | 1032 | 1259 | 1549 |
| 软件开发 | 204 | 291 | 326 | 372 | 446 | 545 |
| 运维服务 | 174 | 215 | 247 | 284 | 326 | 375 |
| 系统集成设备 | 133 | 175 | 283 | 367 | 477 | 621 |
| 其他业务 | 17 | 9 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| 营业收入增速 | 17% | 31% | 25% | 19% | 22% | 23% |
| 软件开发 | 44% | 42% | 12% | 14% | 20% | 22% |
| 运维服务 | 15% | 24% | 15% | 15% | 15% | 15% |
| 系统集成设备 | -10% | 32% | 61% | 30% | 30% | 30% |
| 其他业务 | 88% | -48% | -1% | 0% | 0% | 0% |

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

预计公司 2019-2021 年归属于母公司净利润预测分别为 1.54、2.06 和 2.62 亿元，对应 EPS 分别为 0.68、0.92 和 1.17 元/股。长期看好公司在社保及民政领域的竞争优势，同时受益政策驱动边际景气度向上，但公司估值与可比公司较为接近，首次覆盖给予“增持”评级。

表 39：可比公司估值(收盘价：元/股；EPS：元/股)

| 公司名称 | 代码 | 收盘价-20191129 | EPS | | | PE | | |
|------|-----------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2018A | 2019E | 2020E | 2018A | 2019E | 2020E |
| 卫宁健康 | 300253.SZ | 15.23 | 0.19 | 0.25 | 0.33 | 80 | 61 | 46 |
| 思创医惠 | 300078.SZ | 12.70 | 0.18 | 0.24 | 0.32 | 71 | 53 | 40 |

| | | | | | | | | |
|------|-----------|-------|------|------|------|----|----|----|
| 创业慧康 | 300451.SZ | 16.55 | 0.44 | 0.4 | 0.51 | 38 | 41 | 32 |
| 平均值 | | | | | | 63 | 52 | 39 |
| 久远银海 | 002777.SZ | 31.81 | 0.53 | 0.68 | 0.92 | 60 | 47 | 35 |

资料来源：WIND，光大证券研究所预测

注：卫宁健康、思创医惠采用光大计算机盈利预测，创业慧康采用wind一致预期。

◆风险提示：

下游信息化建设进度不达预期，市场竞争加剧的风险。

表 40：久远银海业绩预测和估值指标

| 指标 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 690 | 864 | 1,032 | 1,259 | 1,549 |
| 营业收入增长率 | 30.91% | 25.16% | 19.38% | 22.02% | 23.07% |
| 净利润（百万元） | 91 | 119 | 154 | 206 | 262 |
| 净利润增长率 | 17.51% | 30.73% | 29.35% | 34.21% | 27.01% |
| EPS（元） | 0.40 | 0.53 | 0.68 | 0.92 | 1.17 |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 17.87% | 11.64% | 13.59% | 16.09% | 17.81% |
| P/E | 80 | 61 | 47 | 35 | 28 |
| P/B | 14.2 | 7.1 | 6.4 | 5.6 | 4.9 |

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年11月29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曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

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