

信息化助力经济高质量发展，聚焦医疗信息化和网络安全

2019年12月06日

【投资要点】

- ◆ 软件行业收入端增速加快，利润端增速承压。根据工信部对软件业经济运行情况统计，2019年1-10月，我国软件业完成软件业务收入57929亿元，同比增长15.2%，行业完成利润7342亿元，同比增长11.9%。
- ◆ 电子病历评级政策推动下，医疗信息化行业维持高景气发展。2019年1月30日国务院办公厅发布《关于加强三级公立医院绩效考核工作的意见》将电子病历评级确立为国家监测指标，随着卫健委关于电子病历评级建设的时间点临近，2020年将有望成为电子病历评级的爆发年，根据我们的测算，由此带动的市场规模将超过700亿元。来自于美国HITECH法案对电子病历市场推动的借鉴，我们认为中国的医疗信息化厂商将会受益于政策红利迎来高速增长。
- ◆ 2019年12月1日，等保2.0正式实施。等保2.0确立了事前预防、事中响应、事后审计的动态保障体系，由此带来了防护结构、要求项目以及覆盖对象的变化。等保2.0将云、移、物、工纳入到安全扩展中，打开网络安全市场空间，根据CCID的测算，2018年我国云、大、物、工、移安全市场规模分别达到37.8亿元、49.2亿元、88.2亿元、94.6亿元，预计2021年市场规模分别达到115.7亿元、148.2亿元、301.4亿元、228亿元，CAGR分别为44.76%、45.28%、43.35%、32.18%。我们预计随着网络安全防护加强，安全市场需求扩容，行业公司将会获得进一步发展。

【配置建议】

- ◆ 我们继续维持计算机行业“强于大市”的行业投资评级。
- ◆ 医疗信息化方面，我们谨慎看好深耕医疗信息化龙头厂商卫宁健康(300253)，持续推进医疗信息化转型的创业慧康(300451)。
- ◆ 网络安全方面，我们谨慎看好长期占据信息安全市场龙头位置的启明星辰(002439)，产品市场份额持续提升的深信服(300454)。

【风险提示】

- ◆ 宏观经济超预期下滑风险
- ◆ 政策推动不及预期的风险
- ◆ 行业竞争加剧风险

强于大市 (维持)

东方财富证券研究所

证券分析师：卢嘉鹏

证书编号：S1160516060001

联系人：马建华

电话：021-23586480

相对指数表现



相关研究

- 《2019年三季度报分析：业绩向好，关注自主可控、网络安全》
2019.11.07
- 《海外SaaS公司跟踪，Workday云服务收入增速符合预期》
2019.09.03
- 《海外云计算公司跟踪，浪潮国际云收入增速高歌猛进》
2019.08.20
- 《专注细分领域，打造科创板精美网安》
2019.08.01
- 《老牌ERP巨头的云战略转型之路》
2019.07.29

正文目录

1. 2019 年普涨行情，计算机行业业绩回暖在即	4
1.1. 普涨行情，强者愈强	4
1.2. 计算机板块年度基本面情况回顾	7
1.2.1. 软件行业整体运营情况良好，信息技术服务收入快速增长	7
1.2.2. 上市公司业绩回暖在即	8
1.3. 数字经济是中国经济高质量发展的重要引擎	11
2. 把握政策机会，聚焦行业信息化	13
2.1. 电子病历评级推动的医疗信息化确定性机会	13
2.2. “等保 2.0” 催生网络安全新需求	16
3. 投资建议	18
3.1. 卫宁健康：深耕医疗信息化龙头厂商	18
3.2. 创业慧康：持续推进医疗信息化转型	20
3.3. 启明星辰：长期占据信息安全市场龙头位置	21
3.4. 深信服：产品市场份额持续提升	23
4. 风险提示	25

图表目录

图表 1：年初至今各指数相对走势（截止 2019-11-29 收盘）	4
图表 2：申万一级行业指数年初至今涨幅（截止 2019-11-29 收盘）	4
图表 3：今年年初以来计算机个股涨跌幅分布直方图（截止 2019-11-29 收盘）	5
图表 4：计算机行业年初起涨幅排名前 20（截止 2019-11-29 收盘）	5
图表 5：年初至今重点关注公司相对行业和市场指数走势（截止 2019-11-29 收盘）	6
图表 6：年初至今 20 家重点关注公司涨跌幅（截止 2019-11-29 收盘）	6
图表 7：2019 年 1-10 月软件业务收入增长情况	7
图表 8：2019 年 1-10 月软件业务利润增长情况	7
图表 9：1-10 月软件业务分领域占比变化情况	8
图表 10：营收变化情况	8
图表 11：归母净利润变化情况	8
图表 12：毛利率与净利率变化情况	9
图表 13：费率变化情况	9
图表 14：应收账款	10
图表 15：预收款项	10
图表 16：经营性现金流与利润情况	10
图表 17：现金流变化情况	10
图表 18：近年来板块估值情况	11
图表 19：近年来板块相对沪深 300 溢价率	11
图表 20：数字经济的增长逻辑	12
图表 21：我国数字经济规模和占 GDP 比重	12
图表 22：数字经济结构	13
图表 23：公立医院绩效考核框架	13
图表 24：电子病历分级评价市场估算	14

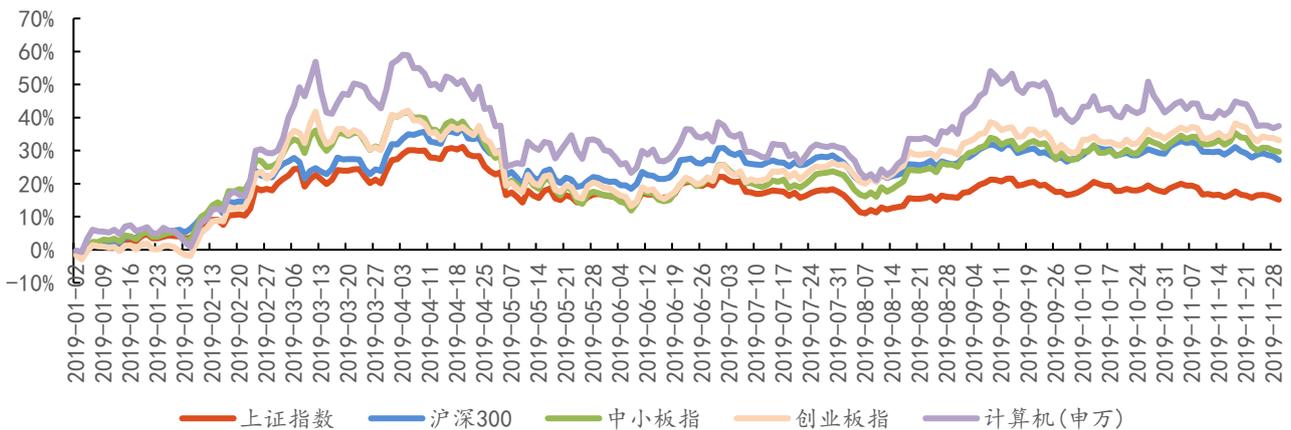
图表 25: 电子病历有效使用的三个阶段.....	15
图表 26: Cerner 营收及增速.....	15
图表 27: 2009-2015 年 Cerner 相对指数走势.....	15
图表 28: 2009-2015 年 Cerner 涨幅与估值.....	16
图表 29: 等保 2.0 和等保 1.0 的结构与要求项变化.....	16
图表 30: 云计算安全市场规模.....	17
图表 31: 移动互联网安全市场规模.....	17
图表 32: 物联网安全市场规模.....	17
图表 33: 工业互联网安全市场规模.....	17
图表 34: 子版块 choice 一致盈利预测 (2019-11-29)	18
图表 35: 行业重点关注公司 (2019-11-29)	18
图表 36: 卫宁健康营收与归母净利润.....	19
图表 37: 卫宁健康毛利率.....	19
图表 38: 卫宁健康费率.....	19
图表 39: 创业慧康营收与归母净利润.....	21
图表 40: 创业慧康毛利率与净利率.....	21
图表 41: 创业慧康费率.....	21
图表 42: 启明星辰营收与归母净利润.....	22
图表 43: 启明星辰毛利率与净利率.....	23
图表 44: 启明星辰费率.....	23
图表 45: 深信服营收与归母净利润.....	24
图表 46: 深信服毛利率与净利率.....	24
图表 47: 深信服费率.....	24

1. 2019 年普涨行情，计算机行业业绩回暖在即

1.1. 普涨行情，强者愈强

计算机指数跑赢市场主要指数。截止 2019 年 11 月 29 日，申万计算机指数较年初上涨 37.48%，同期沪深 300 指数上涨 27.17%，上证指数上涨 15.16%，中小板指上涨 29.63%，创业板指上涨 33.14%。申万计算机指数今年以来跑赢主流市场指数，相对沪深 300 的超额收益为 10.31%。

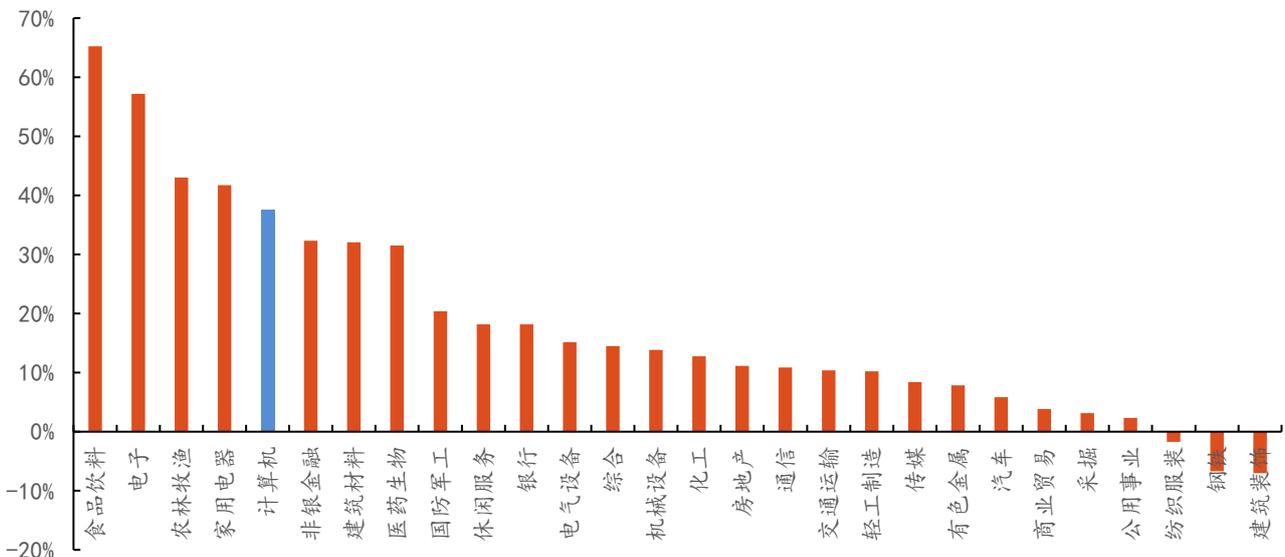
图表 1：年初至今各指数相对走势（截止 2019-11-29 收盘）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

根据申万 28 个一级行业分类，截止到 2019 年 11 月 29 日，除建筑装饰、钢铁、纺织服装三个子行业外，其余均呈现正收益，计算机板块以 37.48% 的涨幅排在所有行业的第五位。

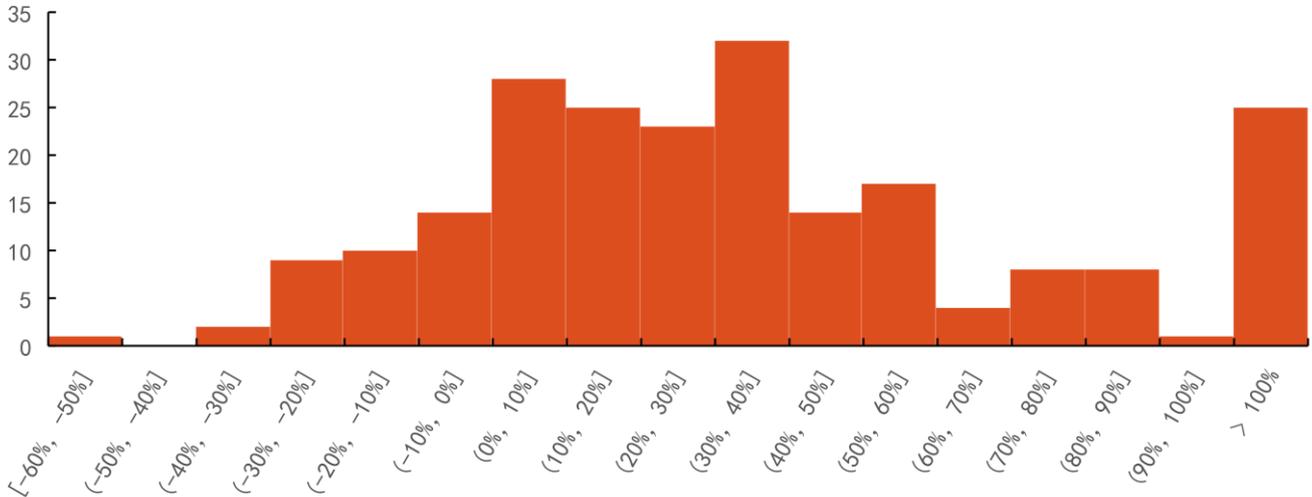
图表 2：申万一级行业指数年初至今涨幅（截止 2019-11-29 收盘）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

板块内部，强者愈强。板块个股方面，申万计算机 221 只个股中，上涨家数 183 家，占比达 82.81%，下跌家数为 38 家，占比 17.19%。收益在翻倍以上的家数 25 家，占比 11.31%，涨幅超过 30%家数达 109 家，占比 49.32%，接近半数个股涨幅超过 30%。

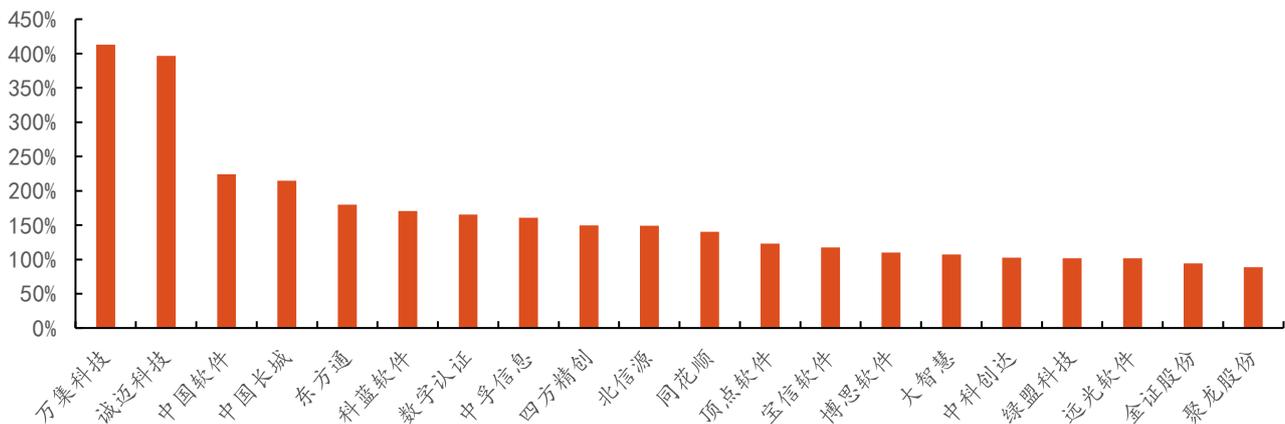
图表 3：今年年初以来计算机个股涨跌幅分布直方图（截止 2019-11-29 收盘）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

金融 IT、网络安全、国产软件表现亮眼。排除掉今年上市的新股，申万计算机板块涨幅前二十的个股分别是万集科技、诚迈科技、中国软件、中国长城、东方通、科蓝软件、数字认证、中孚信息、四方精创、北信源、同花顺、顶点软件、宝信软件、博思软件、大智慧、中科创达、绿盟科技、远光软件、金证股份、聚龙股份。今年上涨幅度靠前的 20 只个股，多受益于政策推动以及细分行业信息化龙头表现亮眼。政策推动方面，受益于等保 2.0 的实施，网络安全领域的数字认证、中孚信息、北信源、绿盟科技等；受益于 ETC 建设，万集科技业绩大增，获得板块第一的涨幅。细分行业信息化方面，金融 IT 的同花顺、大智慧、金证股份涨幅居前。此外，国产软件表现依然强劲，诚迈科技、中国软件、中国长城涨幅位列板块第 2-4 位。

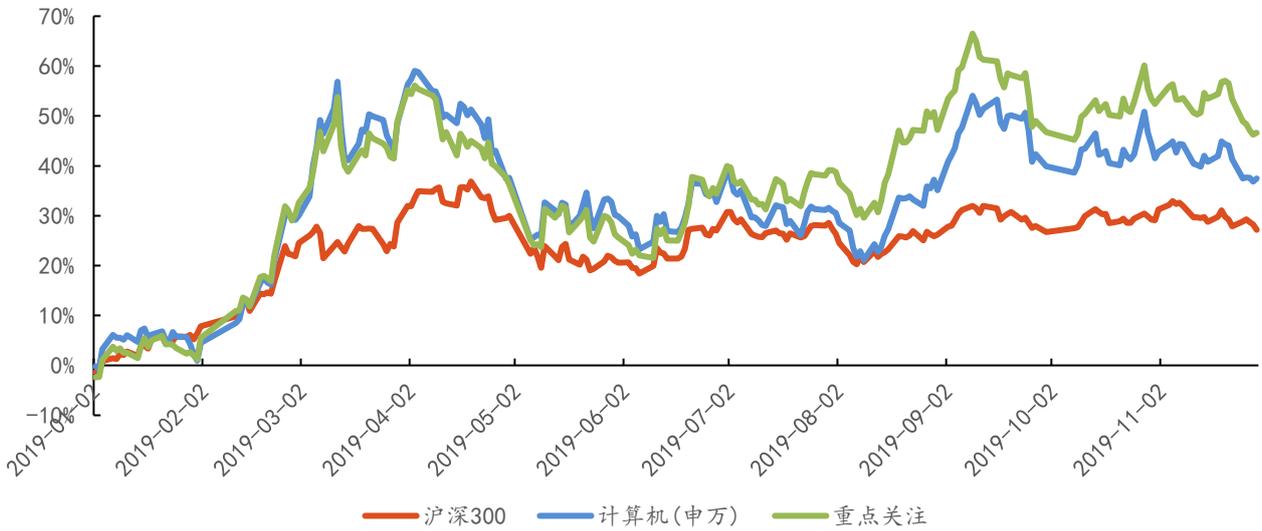
图表 4：计算机行业年初起涨幅排名前 20（截止 2019-11-29 收盘）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

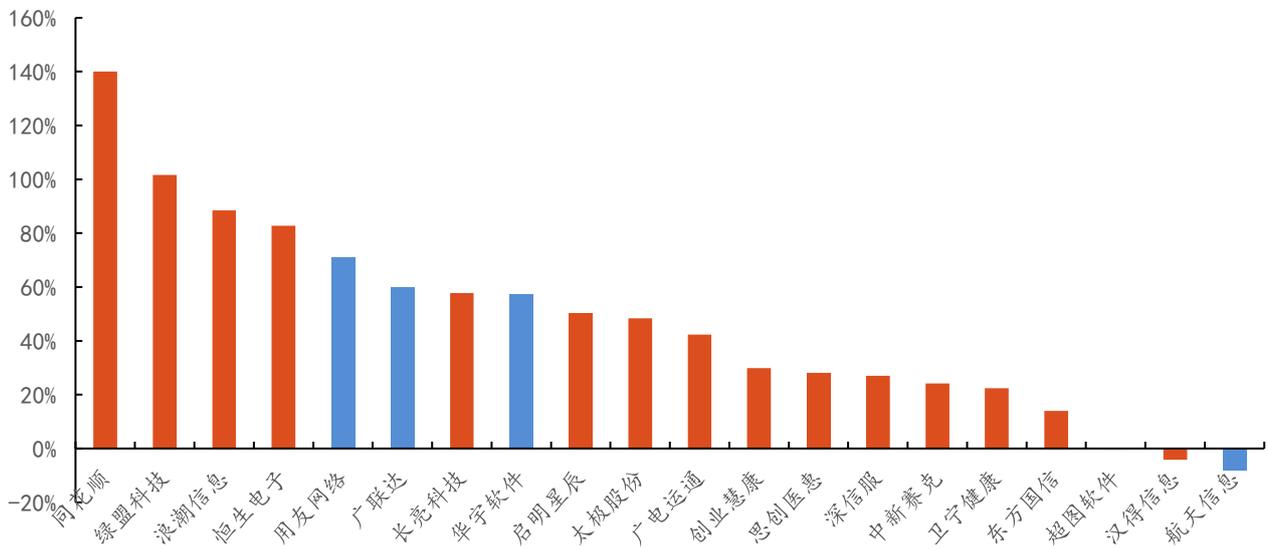
重点关注公司表现优异。我们重点关注的公司也在今年取得了可观的超额收益和绝对收益，重点关注的 20 家公司整体涨幅 46.62%，相对行业指数的超额收益率为 9.14%，相对沪深 300 的超额收益为 19.45%。

图表 5：年初至今重点关注公司相对行业和市场指数走势（截止 2019-11-29 收盘）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 6：年初至今 20 家重点关注公司涨跌幅（截止 2019-11-29 收盘）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

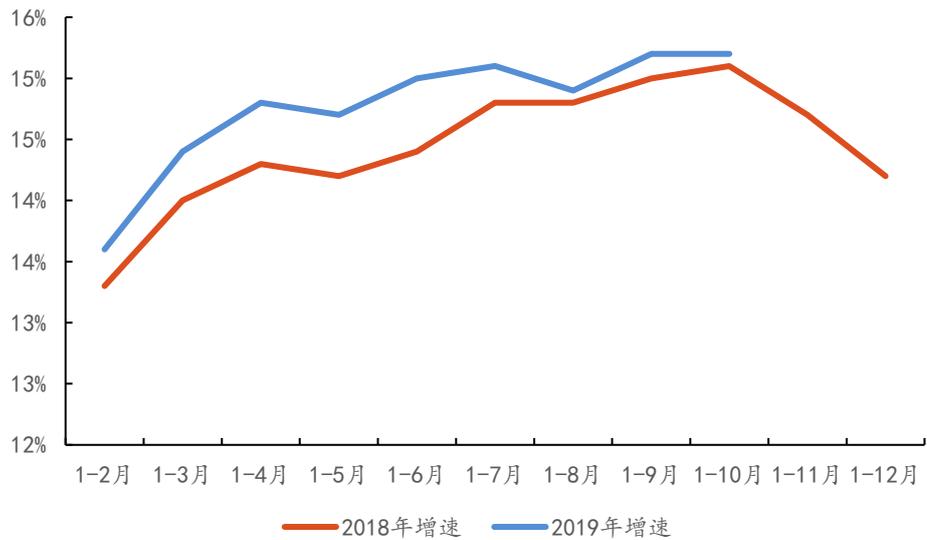
注：蓝色个股评级为“买入”

1.2. 计算机板块年度基本面情况回顾

1.2.1. 软件行业整体运营情况良好，信息技术服务收入快速增长

软件行业收入端增速加快。根据工信部对软件和信息技术服务业（简称“软件业”）经济运行情况统计，2019 年 1-10 月，我国软件业完成软件业务收入 57929 亿元，同比增长 15.2%，增速同比提高 0.1 个百分点。累计增速较上月和去年同期皆有提升，软件业收入端呈现出快速增长的态势。

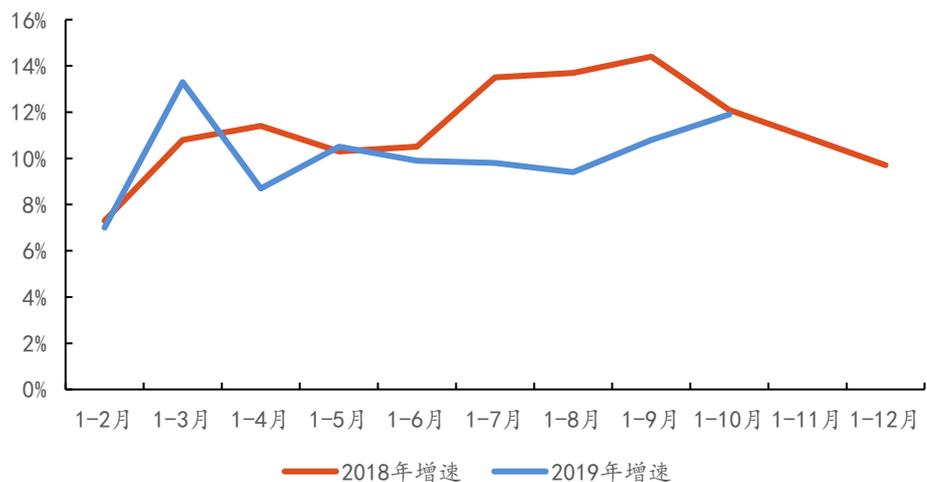
图表 7：2019 年 1-10 月软件业务收入增长情况



资料来源：工信部，东方财富证券研究所

利润端增速承压。2019 年 1-10 月，我国软件业完成利润 7342 亿元，同比增长 11.9%，增速较上年同期回落 0.2pct，2019 年 Q3 单季度利润较去年同期大幅回落。

图表 8：2019 年 1-10 月软件业务利润增长情况



资料来源：工信部，东方财富证券研究所

分领域看，信息技术服务收入增长较快。若把软件业收入拆分为软件产品、信息技术服务、信息安全、嵌入式产品四个领域比较，软件产品实现收入 16289 亿元，yoy+13.6%，增速同比增加 1.3pct；信息技术服务实现收入 34193 亿元，yoy+17.7%，增速同比减少 1.1pct；信息安全产品和服务实现收入 1028 亿元，yoy+10.3%，增速比 1—9 月提升 0.3pct；嵌入式系统实现收入 6419 亿元，yoy+7.7%，增速同比增加 0.1pct。

图表 9：1-10 月软件业务分领域占比变化情况



资料来源：工信部，东方财富证券研究所

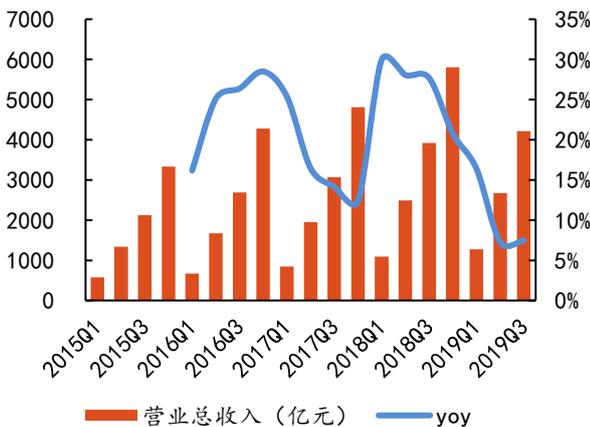
注：内圈为 2018 年前 10 个月，外圈为 2019 年前 10 个月

1.2.2. 上市公司业绩回暖在即

为了避免新股发行导致板块纵向数据对比偏差，我们选取自 2015 年有财报数据企业，共获得 140 个样本。

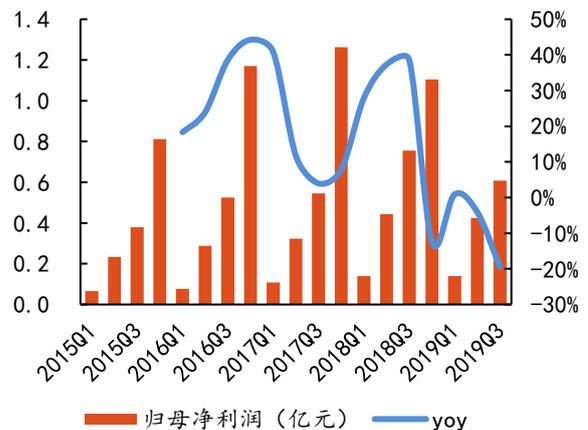
行业整体增速回落，利润承压。2019 年前 3Q 计算机行业样本公司实现营业总收入共计 4211.40 亿元，同比增长 7.45%，增速较去年同期减少 20.25pct，总体上前 3Q 营业总收入增速在放缓。从利润端来看，避免亏损个股对样本的影响，我们选择归母净利润中位数进行比较。前 3Q 归母净利润（中位数）为 6084 万元，同比下降 19.51%，归母净利润下滑明显。

图表 10：营收变化情况



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

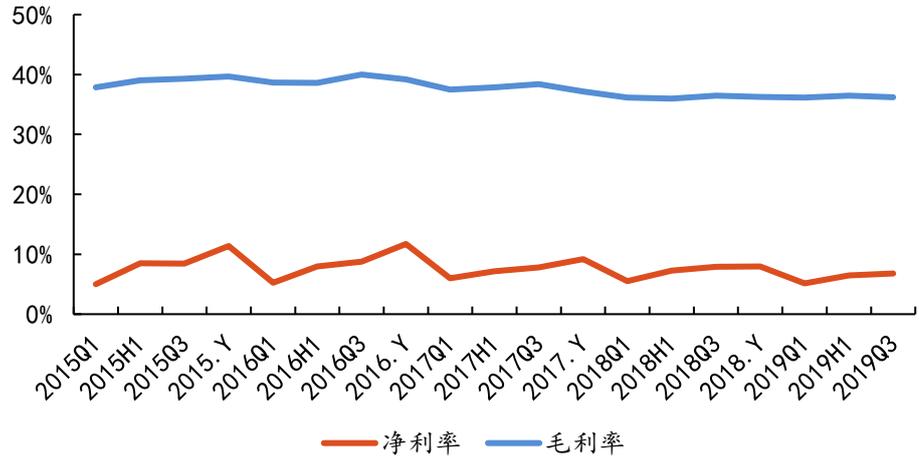
图表 11：归母净利润变化情况



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

毛利率、净利率回落趋势放缓。毛利率与净利率我们同样采用中位数做比较,2019 年前 3Q 计算机行业毛利率为 36.18%,较上年同期略微减少 0.29pct,毛利率水平回落至近几年低位,但下降趋缓。2019 年前 3Q 计算机行业净利率为 6.80%,较上年同期减少 1.10pct,计算机行业毛利率和净利率仍处在下降趋势中,但趋势呈现明显放缓。

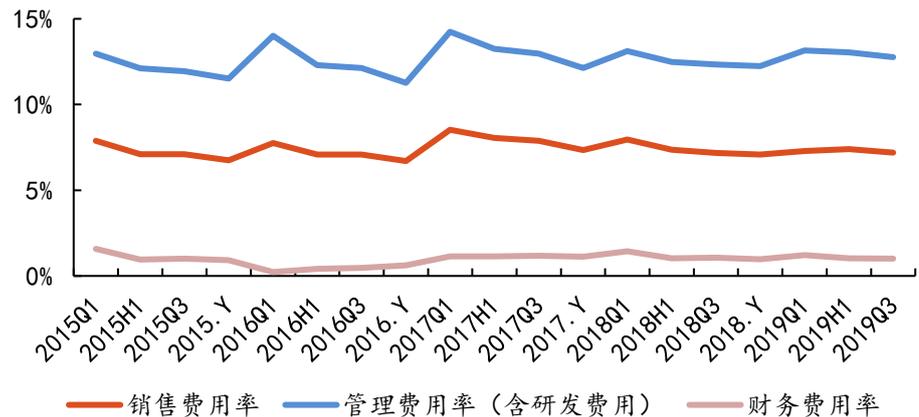
图表 12: 毛利率与净利率变化情况



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

研发费用持续加大。2019 年前 3Q 计算机板块的销售费用率、管理费用率(含研发费用)、财务费用率分别为 7.20%、1.01%、12.76%,分别较上年同期增加 0.02pct、增加 0.43pct、减少 0.05pct。销售费用率、财务费用率都与去年同期基本持平,管理费用率因为研发投入的持续增加,在高位保持稳定。

图表 13: 费率变化情况

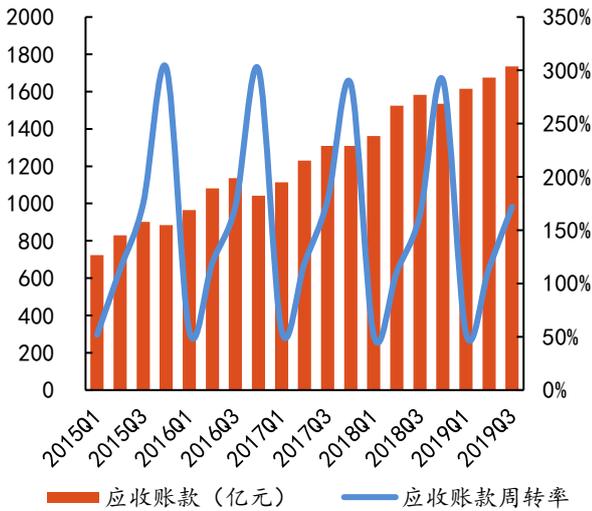


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

回款加快, 预收款项稳步提升。2019 年三季度末板块整体的应收账款达 1735.23 亿元, 应收账款周转率(中位数)为 1.72, 较去年同期有所提升, 但仍低于 2015-2017 年, 2019 年计算机板块回款速度增快, 但与下游占款关系并没有很明显的改善。预收账款为 458.21 亿元, 同比增加 14.42%, 增速较去年提升 2.56pct, 由于计算机行业多项目制的商业模式, 预收款项的稳步回升,

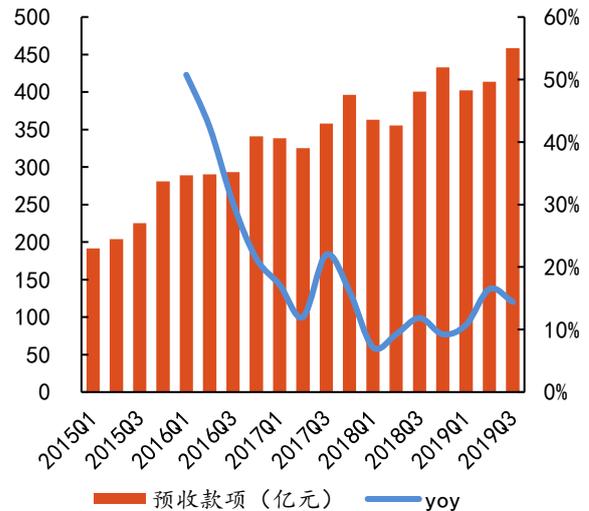
预示行业回暖在即。

图表 14: 应收账款



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

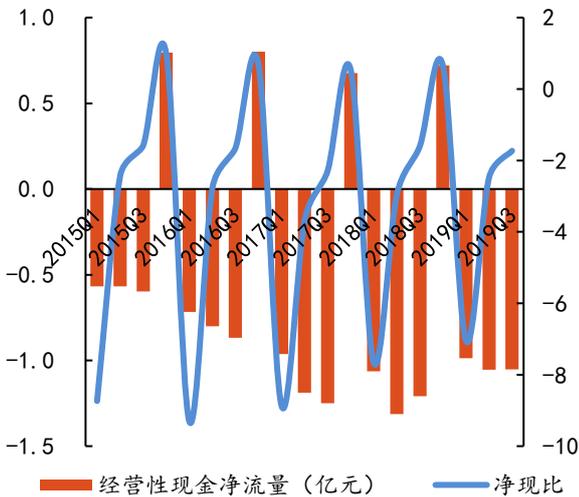
图表 15: 预收款项



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

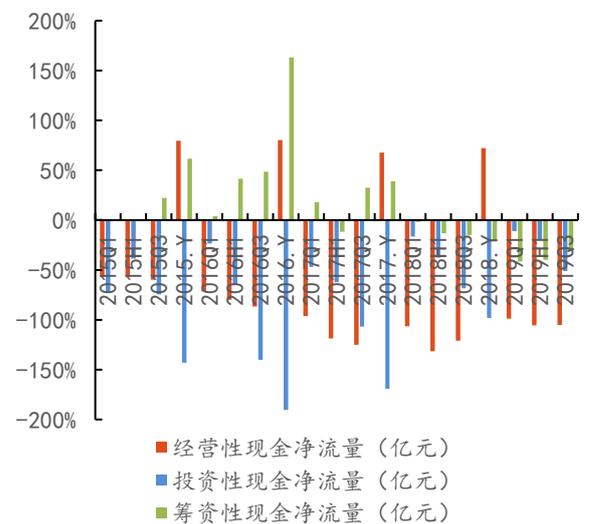
净利润质量仍然较差，现金流结构有望改善。现金流我们同样采用中位数做比较，2019 前 3Q 计算机行业经营性现金净流量为-1.05 亿元；2019 前 3Q 净现比为-1.73，比去年同期下降 0.13，净利润含金量减少。经营性现金净流量和投资性现金净流量呈现逐年回升，筹资性现金净流量较去年同期明显下降，计算机板块公司现金流量结构有所改善，从依靠筹资发展向依靠经营发展转变。

图表 16: 经营性现金流与利润情况



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

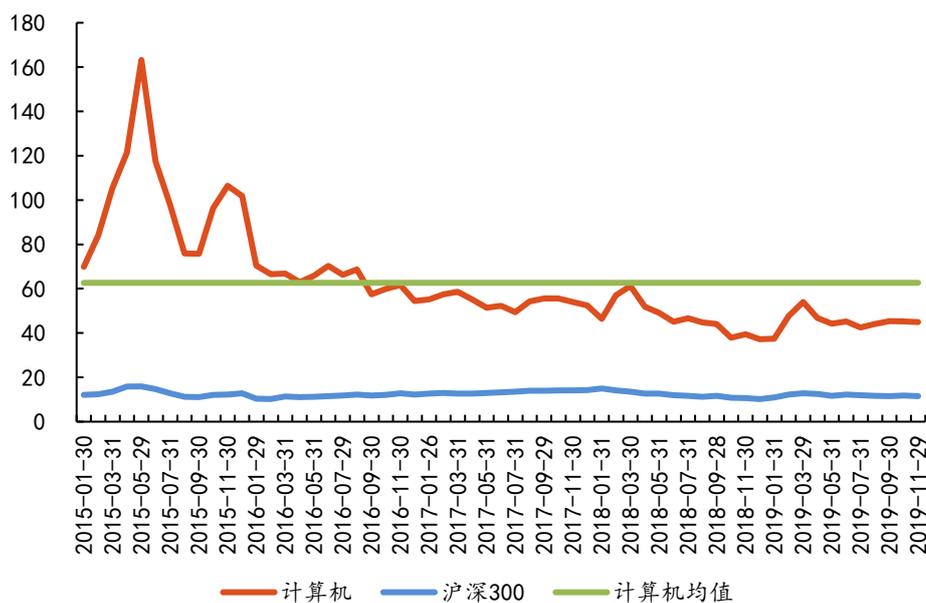
图表 17: 现金流变化情况



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

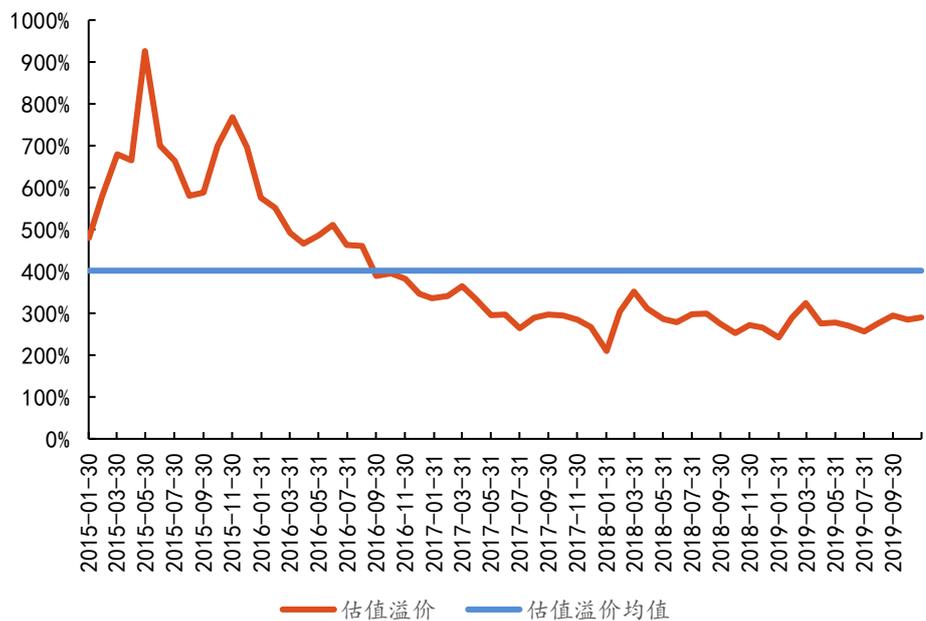
估值整体处于底部。截止 11 月 29 日收盘，计算机板块 PE（整体法）TTM 为 44.95 倍，低于 5 年平均 62.65 倍，板块相对于沪深 300 的溢价率水平，也低于历史平均水平。计算机板块具有成长属性，享有一定估值溢价，由于板块整体处于历史较低位置，优质标的的业绩高成长将持续消化高估值，投资价值将会得到凸显。

图表 18：近年来板块估值情况



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 19：近年来板块相对沪深 300 溢价率



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

1.3. 数字经济是中国经济高质量发展的重要引擎

信息化助力经济发展向创新驱动转变。根据索洛的增长模型 $Y=AF(K, L)$ ，信息化通过对生产要素和生产率的优化，实现经济增长，使产出 Y 增加有三条路径。

第一种是在产能（潜在 GDP）一定的情况下，通过加大投入或改变资源配置，让产出接近产能，表现为 K, L 增加，或调整 K, L 投入比重，从而增加 Y 。

这个思路是工业经济增长的本质，广泛存在于传统经济中。

第二条路径是改变资源配置方式，即改变 $F(\cdot)$ 的函数形式或加入新变量。信息化通过信息互通实现数据有效性，提高信息的有效使用效率，提升信息的边际产出，促进经济增长，本质上是对生产函数的优化。

第三条路径是通过技术进步改变全要素生产率，即模型中的参数 A ，使得 $Y=A(t)F(K(t),L(t))$ 。信息技术的发展改善了生产效率同时，对商业模式实现创新，经济的增长是靠创新带来的全要素的生产率提升。

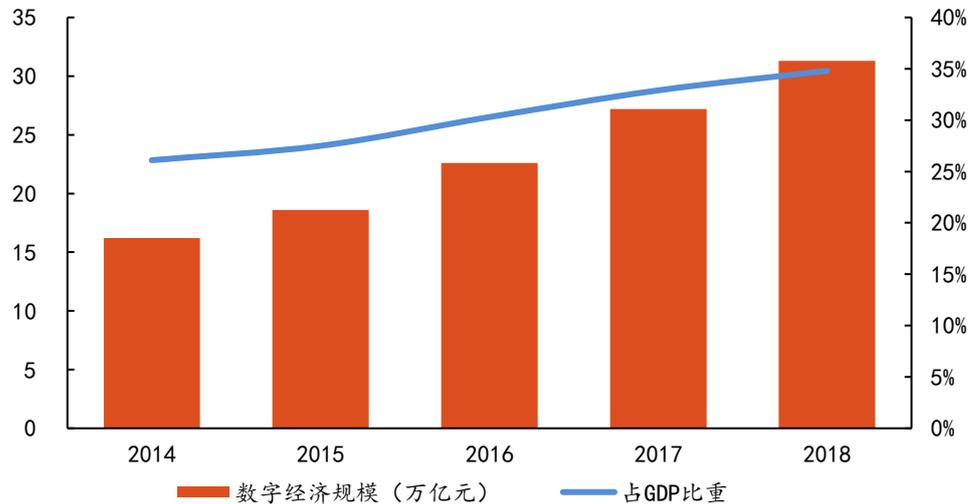
图表 20：数字经济的增长逻辑



资料来源：知网，东方财富证券研究所

数字经济发展迅速。数字经济是以信息技术的数字化为关键生产要素，从根本上改变各行各业的业务流程、交易方式，使得生产及经营管理活动、生活消费活动实现数字化，同时也改变经济结构和创造经济价值的方式。2018 年我国数字经济规模达到 31.3 万亿元，占 GDP 比重达 34.8%，占比同比提升 1.9pct。根据信通院的数据测算，2018 年数字经济发展对 GDP 增长的贡献率达到 67.9%，贡献率同比提升 12.9pct，成为带动我国国民经济发展的核心力量。

图表 21：我国数字经济规模和占 GDP 比重

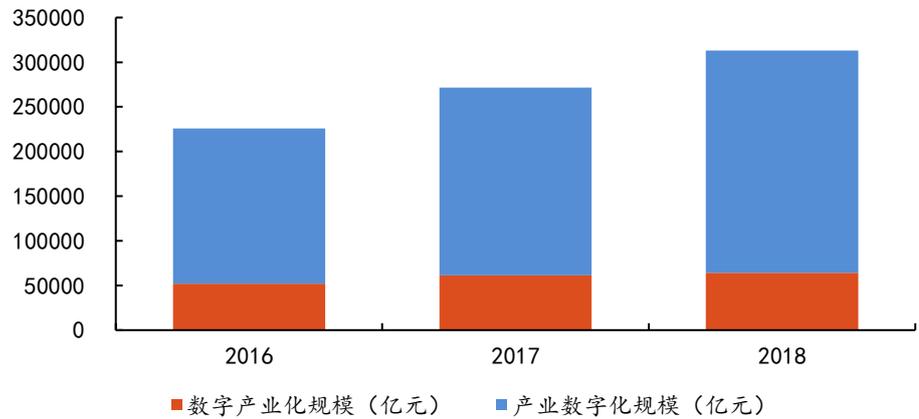


资料来源：网信办，东方财富证券研究所

产业数字化是数字经济主引擎。从数字经济结构来看，根据信通院的数据，2018 年我国数字产业化规模达到 6.4 万亿元，在 GDP 中占比达到 7.1%，在数字经济中占比为 20.5%；产业数字化规模达到 24.9 万亿元，同比名义增长 23.1%，产业数字化部分占数字经济比重达 79.5%，占 GDP 比重达 27.6%，对数字经济

增长贡献度高达 86.4%。我国数字技术、产品、服务正在加速向各行各业融合渗透，对其他产业产出增长和效率提升的拉动作用不断增强。

图表 22：数字经济结构



资料来源：信通院，东方财富证券研究所

2. 把握政策机会，聚焦行业信息化

2.1. 电子病历评级推动的医疗信息化确定性机会

电子病历评级是公立医院绩效考核重要指标。2019 年 1 月 30 日国务院办公厅发布《关于加强三级公立医院绩效考核工作的意见》(以下简称“意见”)，意见确立了公立医院绩效考核框架。指标体系包括医疗质量、运营效率、持续发展、满意度评价 4 个方面共 55 个指标，其中 26 个指标为国家监测指标，电子病历分级评价属于国家监测指标中的一个。支撑体系则明确强调电子病历在医院信息化系统建设中的核心地位，通过电子病历建设提高病案首页质量、统一编码和术语集。考核程序则明确了医院自查自评、省级年度考核、国家监测分析责任主体的考核程序，以及自 2020 年后每年 1-3 月份常规化的考核时间节点。

图表 23：公立医院绩效考核框架



资料来源：政府网站，东方财富证券研究所

政策推动电子病历百亿级市场。早在 2010 年卫生部颁发了《卫生部关于电子病历试点工作的通知》以推行 EMR，2018 年，卫健委先后发布了《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》和《关于印发电子病历系统应用水平分级评价管理办法(试行)及评价标准(试行)的通知》，确立了 EMR 分级评价目标，通过 EMR 分级评价从国家层面推行电子病历。明确了至 2019 年，所有三级医院要达到分级评价 3 级以上，即实现医院内不同部门间数据交换；到 2020 年，所有三级医院要达到分级评价 4 级以上，二级医院要达到分级评价 3 级以上，三级医院要实现院内各诊疗环节信息互联互通，达到医院信息互联互通标准化成熟度测评 4 级水平。通过医院数量、订单价以及市场渗透率，我们测算二级医院 EMR 升级将带动 224 亿元市场规模，三级医院 EMR 升级和互联互通标准化成熟度测评将分别带动 247 亿元和 233 亿元市场规模。

图表 24：电子病历分级评价市场估算

		三级医院	二级医院
医院数量		2653	9368
电子病历分级评价	三级以上升级	单价(万元)	——
		三级以上渗透率	4.31%
		市场潜在规模(亿元)	224
	四级以上升级	单价(万元)	1000
		四级以上渗透率	6.88%
		市场潜在规模(亿元)	247
互联互通标准化成熟度测评	四级成熟度	单价(万元)	1000
		四级及以上渗透率	12.18%
		市场潜在规模	233
总市场潜在规模(亿元)		480	224

资料来源：卫健委，CHIMA，医信邦，剑鱼标讯，东方财富证券研究所

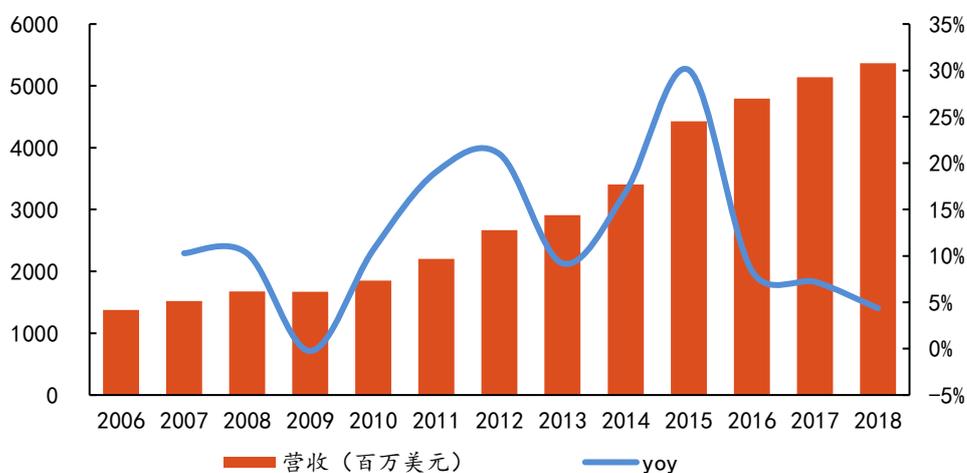
美国 HITECH 法案对电子病历推动的借鉴。2009 年，奥巴马签署 HITECH 法案，计划投入 200 多亿美元在全美推广使用医疗信息技术，重点支持和推进电子病历的有效使用，并确立了从数据采集到结果验收的三个阶段。HITECH 法案推动美国的 HIT 厂商获得快速发展，我们以塞纳（CERN.O）为例，塞纳是美国最大的电子病历上市公司，受益于 HITECH 法案对电子病历的重视，2009-2015 年是美国电子病历建设的高峰期，塞纳在 2009-2015 年实现了飞速的发展，公司 2009 年之前营收增速在 10%左右，2009-2015 年公司的营收实现了从 16.72 亿美元到 44.25 亿美元，CAGR+17.61%。与此同时，公司从 2009-2015 年累计涨幅 526%，公司 PE (TTM) 从 2009 年 19X 上升至 2015 年的 39X，2009-2015 公司 PE (TTM) 均值为 37X，充分享受估值溢价，实现了估值和业绩双击的单边上涨行情。

图表 25: 电子病历有效使用的三个阶段

时间	阶段	主要内容
2011-2012	数据采集与共享	以编码格式采集医疗信息, 使用这些信息追踪主要的医疗情况, 为医疗协作共享这些信息, 启动医疗质量指标和公共卫生信息上报
2013	高级诊疗过程	疾病管理、临床决策支持, 为患者访问医疗信息提供支持
2014-2015	完善效果	质量、安全和效率提高, 国家设定的高优先条件的决策支持, 患者访问自我管理工具, 访问综合的患者数据, 改进公告卫生成效。

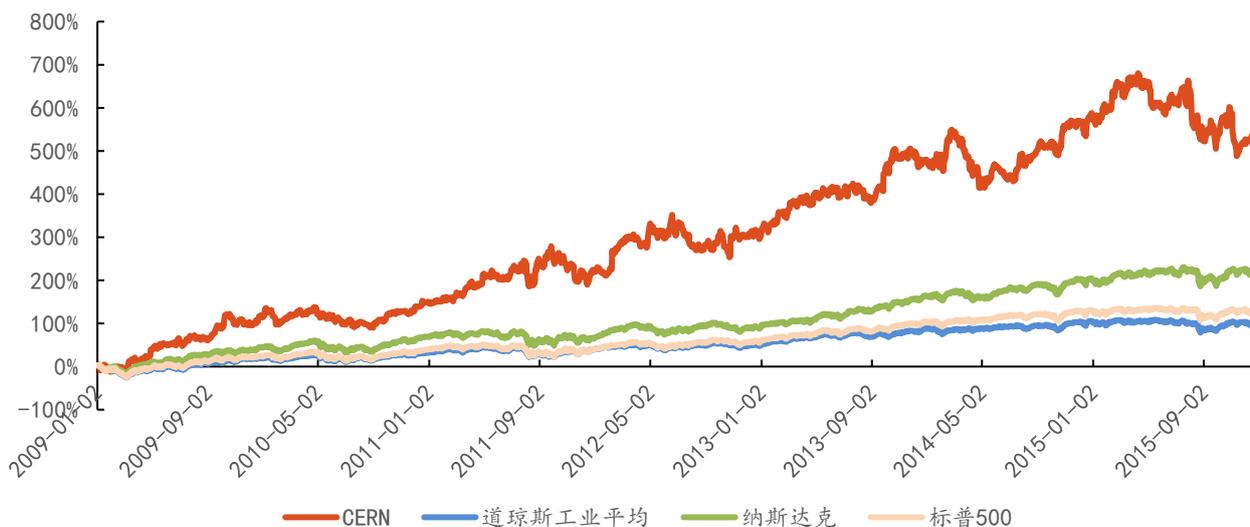
资料来源: CHIMA, 东方财富证券研究所

图表 26: Cerner 营收及增速



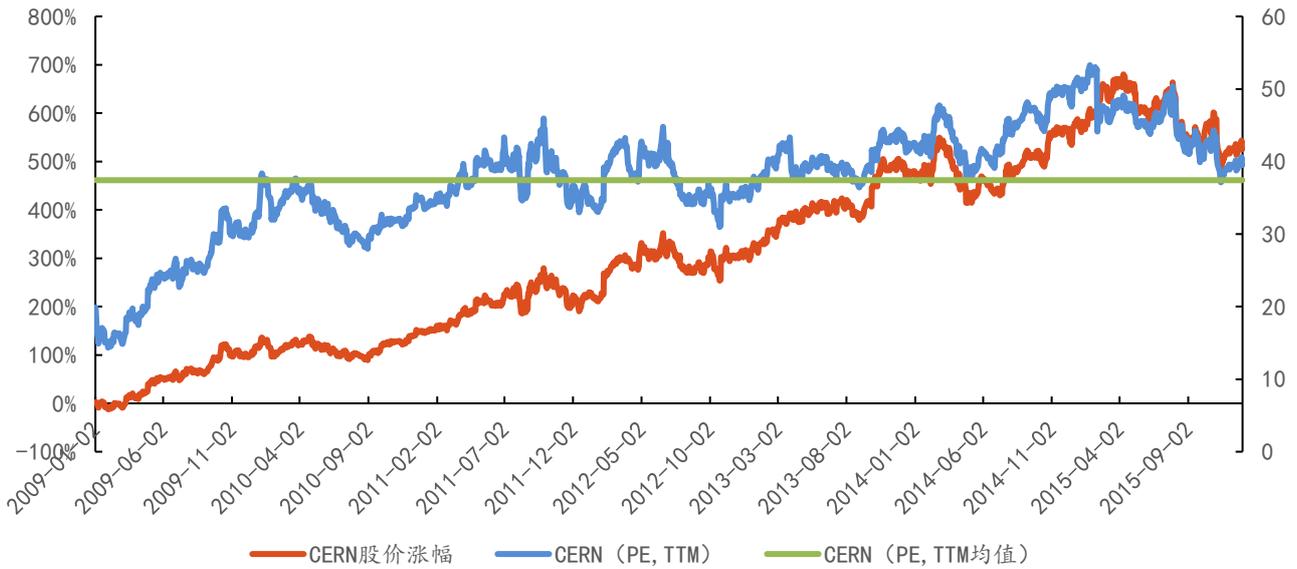
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 27: 2009-2015 年 Cerner 相对指数走势



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 28：2009-2015 年 Cerner 涨幅与估值



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

2.2. “等保 2.0” 催生网络安全新需求

2019 年 12 月 1 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的《信息安全技术网络安全等级保护基本要求》正式实施，网络安全等级保护正式进入 2.0 时代，此次发布的等保 2.0，在结构、要求项目、覆盖对象都发生了明显的变化。

防护理念转型优化等保要求项目。等保 2.0 防护理念从原先的被动防御的安全体系转变成事前预防、事中响应、事后审计的动态保障体系，注重全方位主动防御、安全可信、动态感知和全面审计。随着动态防护体系的构建，等保 2.0 在防护项目进行了优化，等保二级 175 个下降至 135 个，等保三级由 290 个降至 211 个。具体来看，网络安全拆分为“安全通信网络”和“安全区域边界”；技术要求里面增加了“安全管理中心”，对应的控制项被具体强化；主机安全、应用安全、数据安全合并为“安全计算环境”。

图表 29：等保 2.0 和等保 1.0 的结构与要求项变化

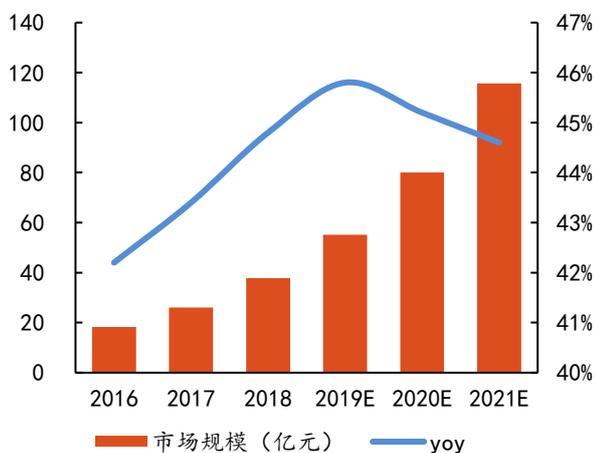
	等保 1.0			等保 2.0		
	要求子类	二级	三级	要求子类	二级	三级
技术要求	物理安全	19	32	安全物理环境	15	22
	网络安全	18	33	安全通信环境	4	8
	主机安全	19	32	安全区域边界	11	22
	应用安全	19	31	安全计算环境	23	34
	数据安全	4	8			
管理要求				安全管理中心	4	12
	安全管理制度	7	11	安全管理制度	6	7
	安全管理机构	9	20	安全管理机构	9	14

人员安全管理	11	16	安全管理人员	7	12
系统建设管理	28	45	安全建设管理	25	34
系统运维管理	41	62	系统运维管理	31	48
合计	175	290		135	211

资料来源：《信息安全技术网络安全等级保护基本要求》，东方财富证券研究所

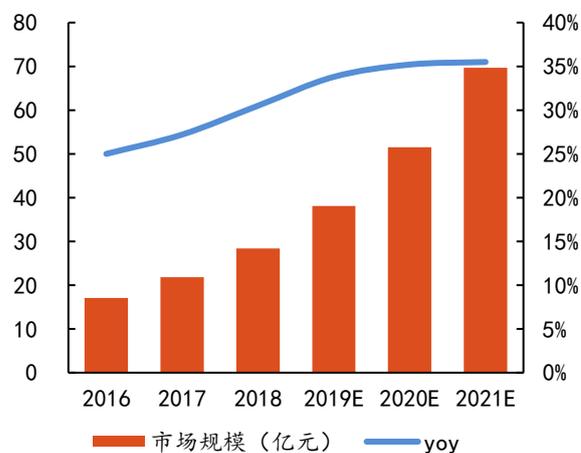
等保 2.0 安全扩展到云、移、物、工。随着云计算、物联网等新的技术兴起，等保 2.0 扩大了保护对象的范围，在等保 1.0 的基础网络和信息系统拓展至云计算平台、采用移动互联网技术的系统、物联网、工业控制平台等，适应了新技术发展带来的网络安全覆盖。根据 CCID 的数据测算，2018 年我国云、移、物、工安全市场规模分别达到 37.8 亿元、49.2 亿元、88.2 亿元、94.6 亿元，预计 2021 年市场规模分别达到 115.7 亿元、148.2 亿元、301.4 亿元、228 亿元，CAGR 分别为 44.76%、45.28%、43.35%、32.18%。

图表 30：云计算安全市场规模



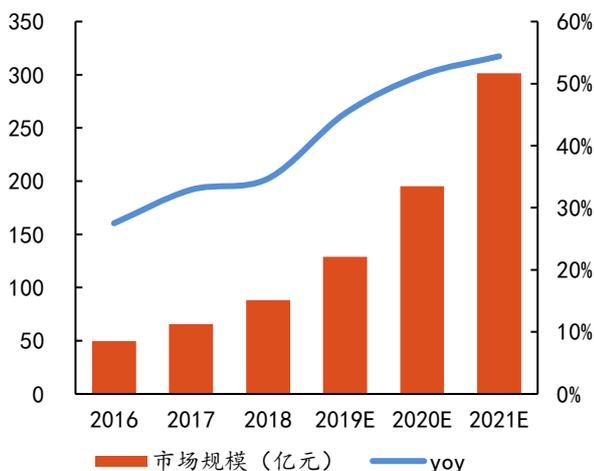
资料来源：CCID，东方财富证券研究所

图表 31：移动互联网安全市场规模



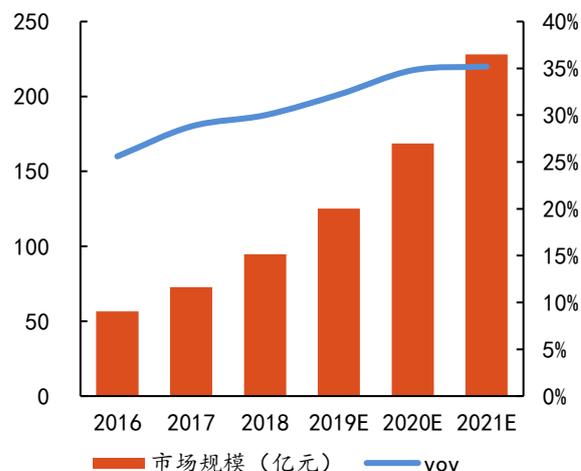
资料来源：CCID，东方财富证券研究所

图表 32：物联网安全市场规模



资料来源：CCID，东方财富证券研究所

图表 33：工业互联网安全市场规模



资料来源：CCID，东方财富证券研究所

3. 投资建议

随着以信息技术创新驱动的数字经济对中国经济高质量发展的推动，我们仍然看好计算机行业在今年下半年的整体表现，尤其是软件开发子板块会随着业绩的高增长，持续享有高估值溢价，继续维持“强于大市”的行业投资评级。2020 年计算机行业的投资方向，我们重点关注由政策催生的行业信息化机会，我们重点关注医疗信息化、网络安全两个板块。医疗信息化方面，我们谨慎看好深耕医疗信息化龙头厂商卫宁健康（300253），持续推进医疗信息化转型的创业慧康（300451）；网络安全方面，我们谨慎看好长期占据信息安全市场龙头位置的启明星辰（002439），产品市场份额持续提升的深信服（300454）。

图表 34：子板块 choice 一致盈利预测（2019-11-29）

子板块	净利润增速			PE		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
软件开发	40.39%	14.81%	27.33%	50	46	34
IT 服务	-0.81%	20.09%	25.65%	31	26	20
计算机设备	1.65%	33.67%	28.03%	34	25	20

资料来源：choice，东方财富证券研究所

图表 35：行业重点关注公司（2019-11-29）

代码	简称	总市值(亿元)	股价(元/股)	EPS			PE			评级
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
300253.SZ	卫宁健康	249.93	15.23	0.25	0.34	0.47	61	45	33	增持
300451.SZ	创业慧康	120.58	16.55	0.37	0.45	0.56	42	34	28	增持
002439.SZ	启明星辰	276.18	30.80	0.76	0.92	1.14	40	33	27	增持
300454.SZ	深信服	464.56	113.60	1.60	1.92	2.44	72	60	47	增持

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

3.1. 卫宁健康：深耕医疗信息化龙头厂商

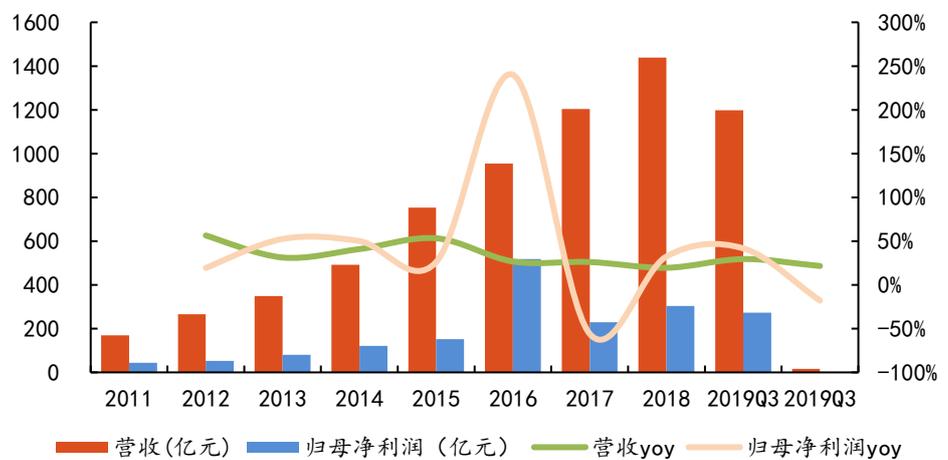
卫宁健康从 1994 年成立就专注于医疗信息化领域，依托于华东地区医疗信息化开拓业务；2014 年开始公司先后并购宇信网景、山西导通、浙江万鼎等公司，通过地方厂商进行全国化布局；2015 年公司确立了“传统医疗信息化”和“创新互联网+医疗健康”的双轮驱动战略，其中互联网创新业务公司确立“云医”、“云险”、“云药”、“云康”以及“+1 互联网平台”的“4+1 体系”；2017 年公司确立了智慧医院、智慧卫生、智慧健康三大产品体系，同年，公司成为中国及亚洲地区唯一一家上榜 IDC 全球医疗科技公司。

业绩持续高增长。公司自 2011 年上市以来，营收和归母净利润都实现稳步增长，公司营收从 2011 年的 1.70 亿元增长至 2018 年的 14.39 亿元，CAGR+35.68%，2019 前 3Q 公司实现营收 11.98 亿元，yoy+29.50%。公司归母净利润从 2011 年的 0.44 亿元增长至 2018 年的 3.03 亿元，CAGR+31.74%，2019 前 3Q 公司归母净利润 2.73 亿元，yoy+41.73%。公司 2016 年归母净利润同比

增长 226.09%，主要系上海卫宁科技引入战略投资者中国人寿，卫宁健康持股比例由 65% 被动稀释到 50%，丧失控制权，按公允价值计量产生投资收益 3.47 亿元，2017 年公司净利润同比大幅下滑主要系 2016 年投资收益导致基数过高所致。

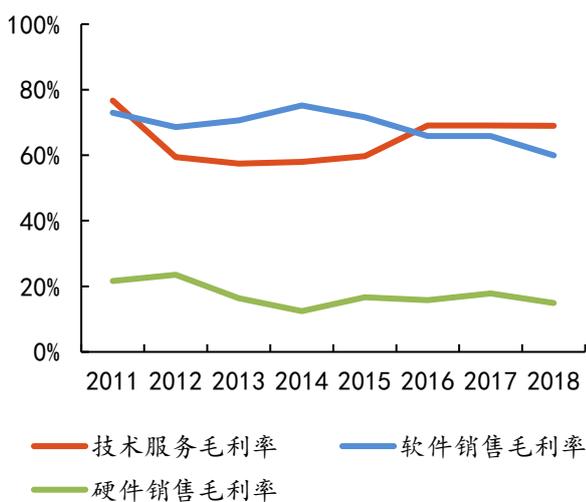
产品毛利提升，研发投入加大。公司产品以软件销售占比最大，2018 年软件销售占比达 56%；硬件销售占比逐渐降低，由 2011 年的 26% 降至 2018 年的 21%。从产品毛利率来看，技术服务和软件销售毛利率较高，毛利率都维持在 60% 以上，硬件销售毛利率偏低，在 20% 以下。公司围绕卫宁健康产品家族（“智慧医院 2.0”、“区域卫生 3.0”、“互联网+2.0”）研发投入持续加大，研发费用扩张；公司对管理费用则加强管控，2018 年公司管理费用率为 8.20%，为上市以来最低，预计 2019 年管控将持续得到加强；销售费用率近年来有所回升，主要是公司加大对传统业务的区域拓展以及对创新业务的支持。

图表 36：卫宁健康营收与归母净利润



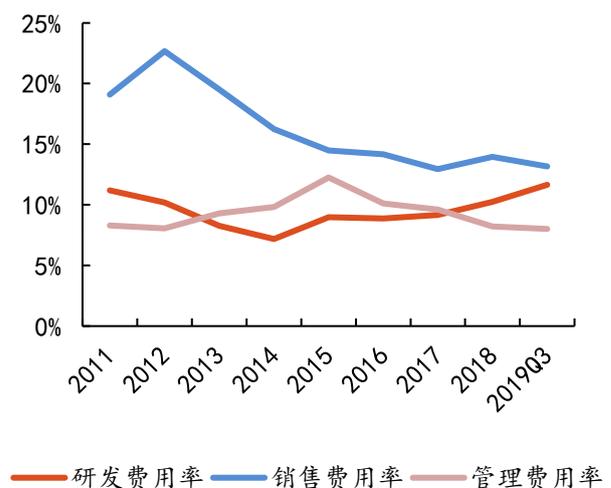
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 37：卫宁健康毛利率



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 38：卫宁健康费率



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【投资评级】

我们认为公司长期专注于医疗信息化领域，随着电子病历评级等政策推动，

公司充分享受行业政策红利；公司积极把握互联网发展趋势，稳步推进互联网医疗创新业务，给予“增持”评级。

【风险提示】

电子病历政策推进不及预期风险；

行业竞争加剧风险；

创新业务发展不及预期风险。

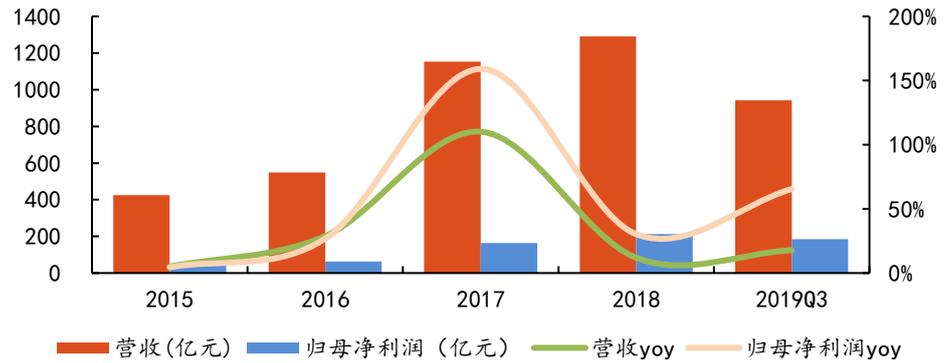
3.2. 创业慧康：持续推进医疗信息化转型

公司成立于 1997 年，2015 年于创业板上市，公司长期致力于医疗信息化业务发展，目前形成医卫信息化事业群、医卫物联网事业群、医卫互联网事业群的“一体两翼”业务格局。其中，医卫信息化事业群定位于软件产品服务，目前拥有 300 多个自主研发产品；医卫物联网事业群公司基于自主开发的智能物联支撑平台进行医疗应用服务体系和战略部署，公司于 2016 年并入杭州博泰（现更名为“慧康物联”），持续慧康物联推进医卫物联网转型发展，目前来自医疗端业务占比已超过三分之一；医卫互联网事业群致力于打造“便民、惠民、智慧、智能”的“未来医疗”新模式，2018 年 12 月，公司健康中山城市级智慧健康信息平台首开先河。

医疗端业务持续转型推动公司业绩高速发展。公司自上市以来，营收和归母净利润都实现高速增长，公司营收从 2015 年的 4.26 亿元增长至 2018 年的 12.90 亿元，CAGR+44.67%，2019 前 3Q 公司实现营收 9.43 亿元，yoy+17.83%。公司归母净利润从 2015 年的 0.50 亿元增长至 2018 年的 2.13 亿元，CAGR+62.37%，2019 前 3Q 公司归母净利润 1.85 亿元，yoy+65.49%。分业务看，公司医疗行业客户 2019H1 实现营收 4.26 亿元，同比增长 31.36%；非医疗行业实现营收 1.88 亿元，同比下降 7.20%。医疗信息化事业群方面，公司上半年订单增长显著，其中千万级以上大单已累计达十余个，超过过去去年同期水平；公司在医疗大数据业务中具有先发优势，公司已与 400 余家医疗卫生机构及卫生行政部门开展了合作。公司物联网事业群转型顺利，预计 19 年慧康物联医疗端和金融端业务各占 50%，未来将加速慧康物联的医疗业务转型。随着公司医疗端业务持续推进，公司的毛利率与净利率持续走高，2019Q3 公司毛利率和净利率分别达到 52.12%、19.62%；公司费率方面，公司整体趋向于下降，费用管控明显。

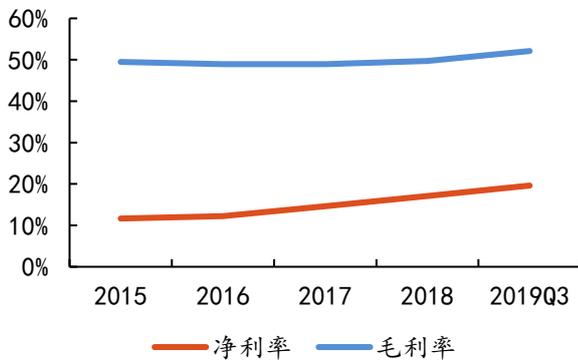
中山区域卫生信息平台有望异地复制。中山市区域卫生信息平台建设营运项目目前已接入中山市 30 家医院、26 家社区卫生服务中心，近 250 万份居民健康档案、家医签约累计超过 150 万人。其中，聚合支付累计交易约 691.8 万次数，累计交易金额约 11.43 亿元；商业保险已接入 15 家区镇医院；互联网医院云平台预计年底接入全市 4 家三甲亿元；“互联网+护理服务”业务实现落地，公司医疗互联网事业群“健康城市”运营盈利模式逐渐清晰。19 年初公司与自贡市达成健康城市运营合作协议，公司公共卫生项目已经遍及全国 340 多个区县，未来可复制潜在目标巨大，市场空间巨大。

图表 39：创业慧康营收与归母净利润



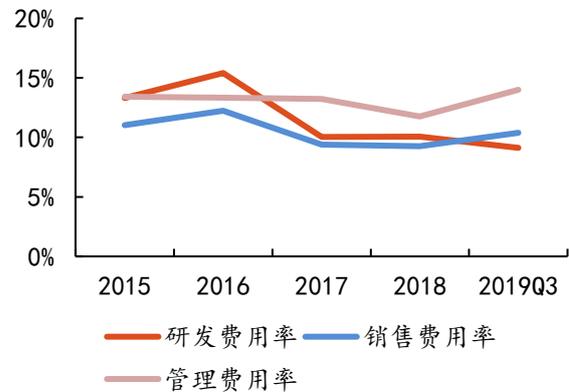
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 40：创业慧康毛利率与净利率



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 41：创业慧康费率



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【投资评级】

我们认为公司形成医卫信息化事业群、医卫物联网事业群、医卫互联网事业群三大事业群，公司战略明晰，持续推进公司在医疗信息化行业的转型发展，给予“增持”评级。

【风险提示】

公司医卫物联网事业群转型不及预期；
健康城市运营发展不及预期；
行业竞争加剧风险。

3.3. 启明星辰：长期占据信息安全市场龙头位置

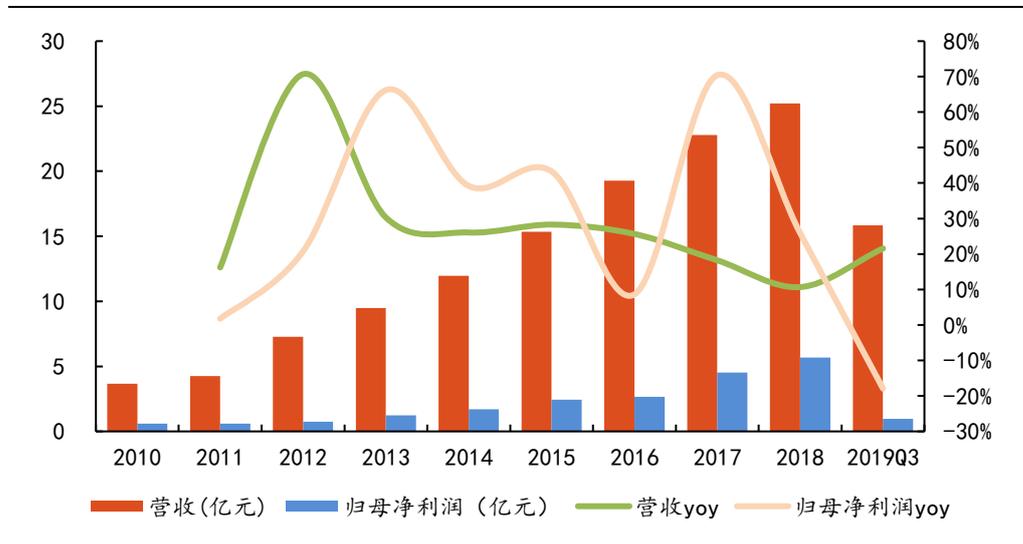
公司自上市以来先后并购了网御星云、合众数据、书生电子、赛博兴安等网络安全细分领域领先公司，拓宽企业产品线，加深技术积累，稳固行业地位，从而为公司带来长足的发展。2018 年中国网络信息安全市场规模达到 495.2 亿元，公司以 5.1% 的市场份额排名第一。分产品看，2018 年 IDS/IPS 市场规模达到 31.4 亿元，公司市场份额 16.6%，连续 17 年市场排名第一；2018 年 UTM 市场份额 27.1 亿元，公司市场份额 21.4%，产品连续 12 年市场排名第一；2018

年 SOC 市场份额 18.3 亿元，公司市场份额 23.5%，产品连续 11 年市场排名第一；2018 年数据安全产品市场规模 18.3 亿元，公司市场份额 9.9%，连续 4 年市场排名第一。此外，IDPS 继连续两次入围 Gartner IDPS 魔力象限之后，入选 Gartner IDPS 市场指南；公司天清汉马下一代防火墙成功入围 2019Gartner 魔力象限报告。我们认为公司长期占据网络安全市场份额第一，公司行业龙头地位稳固，难以撼动。

并购带来业绩的持续高增长。公司营业收入从上市时的 3.67 亿增长至 2018 年的 25.22 亿，CAGR+27.24%；公司归母净利润从上市时的 0.60 亿元增长至 2018 年的 5.69 亿元，CAGR+32.476%，公司净利润的增长幅度远高于营收。公司自上市以来，不断进行并购，近 5 年并购项目增多，带来公司业绩上的持续稳健高增长，2018 年公司营收增速放缓，由于剥离了业绩欠佳的安方高科，19Q3 公司实现营收 15.83 亿元，同比增长 21.57%；19Q3 归母净利润位 0.97 亿元，同比下降 17.93%，主要系公司业绩呈现季节性波动，多在第四季度实现，我们认为公司 19 年业绩会持续高增长。

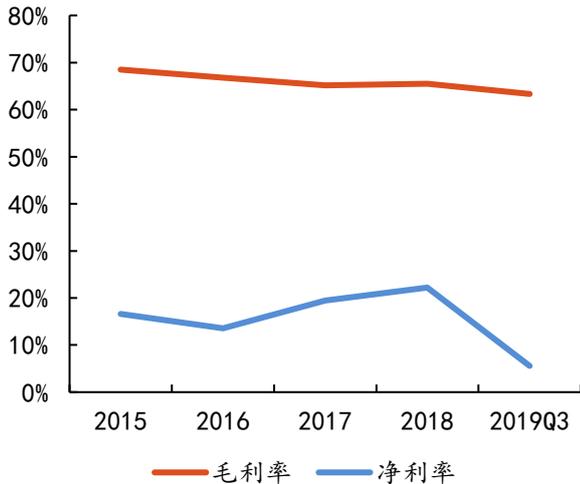
公司费率得到有效控制，盈利质量稳步提升。公司的毛利率较高，2015-2018 年毛利率都不低于 65%，维持高位。公司的净利率从 2015 年的 16.63% 增长到 2018 年的 22.21%，近三年净利润增速加快，公司的盈利质量在稳步提升。公司的费率从 2015 年到 2018 年呈现明显的下降趋势，公司近三年的费率维持在 52% 左右，公司的成本得到有效控制，显著表现在于公司的销售费用率从 2015 年 30.31% 下降到 2018 年的 24.30%，公司近三年的销售费用率都在 30% 以下。由于公司的下游客户具有高政策壁垒以及公司战略大客户的营销和服务模式和渠道覆盖体系的良好互动性，公司体系化营销优势凸显。

图表 42：启明星辰营收与归母净利润



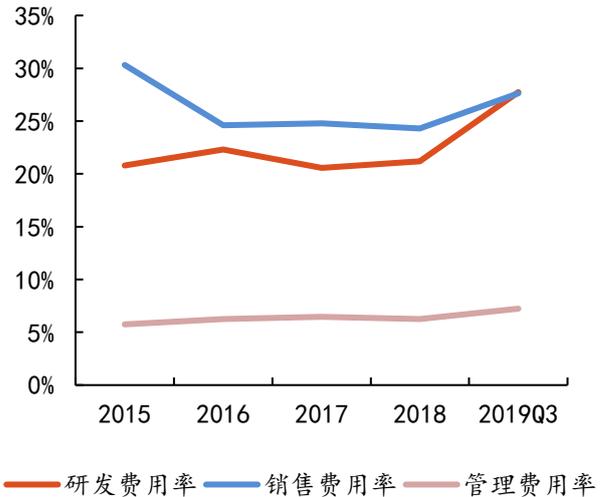
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 43: 启明星辰毛利率与净利率



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 44: 启明星辰费率



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

【投资评级】

公司是国内网络信息安全公司龙头, 随着等保 2.0 的正式实施, 有望进一步稳固市场地位, 给予“增持”评级。

【风险提示】

并购带来的商誉减值风险;
网络安全行业景气度不及预期风险;
公司三大战略不达预期风险。

3.4. 深信服: 产品市场份额持续提升

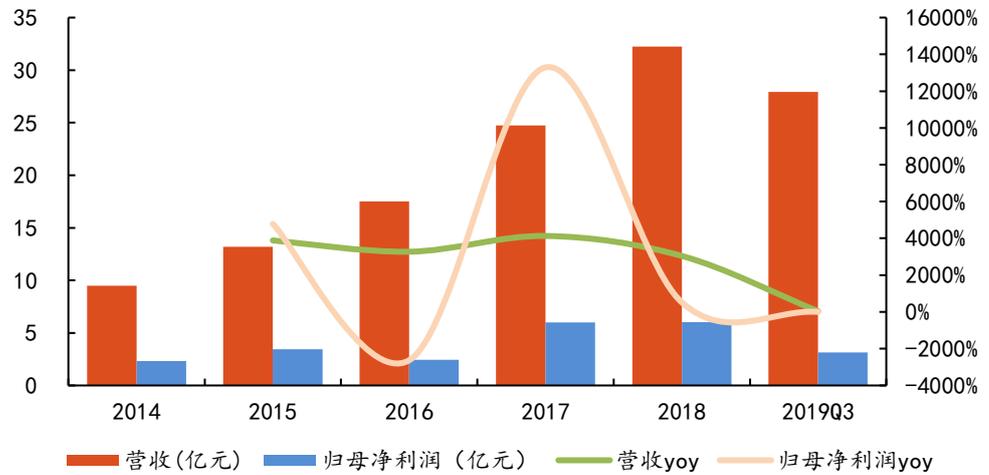
公司成立于 2000 年, 2018 年于创业板上市, 公司致力于信息安全领域产品和解决方案, 在此基础上, 2012 年公司开始布局云计算、企业级无线业务, 目前公司已完成企业级云、专属云、桌面云三朵云的业务布局。2019 年公司推出重量级产品企业级分布式存储 aStor-EDS, 公司作为云计算领域的代表性企业登 2019 福布斯中国最具创新力企业榜, 成为本年度入选的三家云计算代表企业之一。根据 IDC 统计, 2019Q1 公司安全内容管理硬件市场份额第一、虚拟专用网硬件市场份额第一, 超融合市场份额保持第三, 公司产品保持了高速增长, 市场地位进一步稳固,

产品营收增长势头迅猛。公司营业收入从 2015 年的 13.19 亿元增长至 2018 年的 32.24 亿元, CAGR+34.70%; 公司归母净利润从 2015 年的 3.44 亿元增长至 2018 年的 6.03 亿元, CAGR+20.57%。分产品看, 2019 年公司将企业级无线改为基础网络和物联网, 将与信息安全业务、云计算业务密切相关的服务收入按业务归属分别计入信息安全业务和云计算业务, 2019H1 公司信息安全业务营收 9.76 亿元, 同比增长 29.58%; 云计算业务营收 3.96 亿元, 同比增长 36.73%; 基础网络和物联网营收 1.86 亿元, 同比增长 37.73%。

研发费用扩张, 毛利率与净利率承压。公司毛利率整体有所下滑, 但都维持高位, 2015-2018 年公司毛利率在 70% 以上; 公司净利率总体呈有所下滑, 由 2015 年的 26.10% 下滑至 2018 年的 18.71%。与此同时, 公司的研发费用持

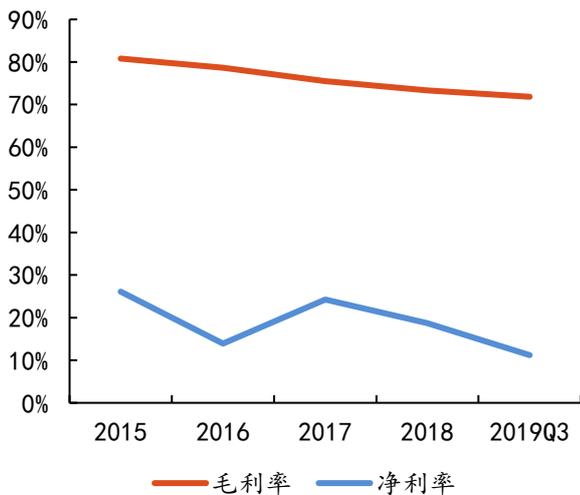
续扩张，使得公司净利润承压，长期来看，研发的高投入将会为公司带来更多重磅产品和更完善的解决方案，将有望带来业绩的高回报。

图表 45：深信服营收与归母净利润



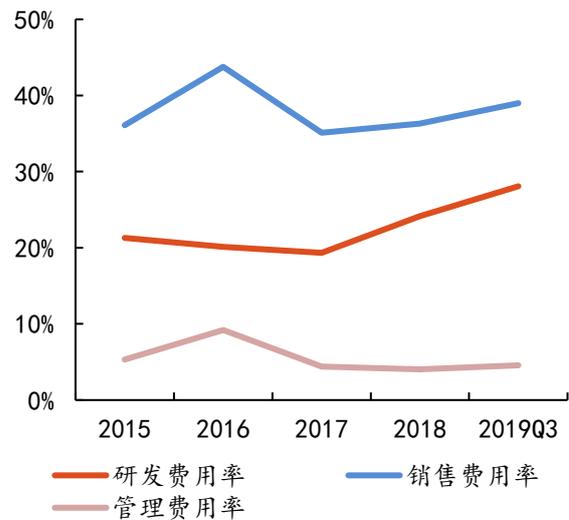
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 46：深信服毛利率与净利率



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 47：深信服费率



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【投资评级】

公司在信息安全与超融合领域市场份额持续攀升，持续的高研发投入将深化公司产品壁垒，随着等保 2.0 的正式实施，公司产品竞争力有望充分体现，给予“增持”评级。

【风险提示】

并购带来的商誉减值风险；
网络安全行业景气度不及预期风险；
公司三大战略不达预期风险。

4. 风险提示

宏观经济超预期下滑风险；
政策推动不及预期的风险；
行业竞争加剧风险。

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确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，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。