

计算机

主线上的高景气低估领军

当前计算机板块行业在机构配置比例下降的同时，头部效应更加明显，行业龙头估值溢价有所上升，部分高景气细分领军配置价值逐渐显现。2020Q4 公募基金重仓股行业配比为 3.70%接近 2019Q4 的低点，计算机板块流通市值前十大个股按流通市值加权 PE(TTM)估值水平从 2016 年末的 58.34 倍上升至当前的 147.94 倍，同期前十大个股企业流通市值之和在全行业占比由 18.37%上升至 38.17%，头部集中趋势主要原因在于行业龙头企业自 2017 年以来营收增速有所领先，且商业模式改善带来的规模效应日益突出，规模快速增长的公募基金等机构投资者给予头部企业更高的成长确定性溢价和流动性溢价。

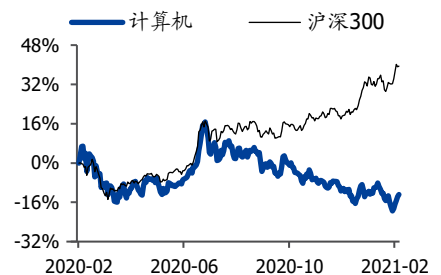
随着头部企业市值占比、估值溢价逐渐提高，我们认为部分景气度较高的细分赛道领军企业已现明显估值性价比，具备较高配置价值：（1）中长期逻辑，虽然头部公司在技术迭代和商业模式转变上进度领先，但仍不应忽视细分领军企业技术进步与业务转型，以及下游需求多样性催生新企业崛起的可能性；（2）短期逻辑在于细分板块前期涨幅与当前业绩增速有所错位。与行业龙头估值显著提高不同，计算机板块流通市值第 10 至 100 名个股按流通市值加权 PE(TTM)估值水平从 2016 年末的 96.76 倍下降至当前的 72.73 倍。2021 年全年，行业龙头企业与 2020 年受疫情影响较大的细分领军业绩增速差或将收敛，2020 年年报与 2021 年 Q1 一季报披露节点附近，部分高景气细分领军企业处于较低估值水平，有望迎来“估值切换”行情。

梳理如下两条投资主线：（1）2020 年上半年受疫情影响较大，行业景气度仍将持续的低估值细分领军，2020 年报、2021 年一季度景气持续改善或将诱发“估值切换”行情，主要包括：进入快速发展阶段的信创领域公司华宇软件、中孚信息和东方通，行业收入 Q4 加速修复的网安行业中天融信估值具备吸引力；（2）优质赛道里具备明显估值性价比的细分领军，包括长期成长性最确定的云计算赛道公司卫宁健康、捷顺科技以及博睿数据，随着 AI 产业化正式开启、政策及下游需求驱动工业软件迎来加速发展期，大华股份、恒华科技具备估值吸引力。

风险提示：政府财政支出不及预期风险；经济下行超预期风险；行业竞争超预期风险。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 刘高畅

执业证书编号：S0680518090001

邮箱：liugaochang@gszq.com

分析师 杨然

执业证书编号：S0680518050002

邮箱：yangran@gszq.com

分析师 杨烨

执业证书编号：S0680519060002

邮箱：yangye@gszq.com

相关研究

- 1、《计算机：全面梳理港股计算机投资机会》2021-02-17
- 2、《计算机：最快渗透率提升的典型场景分析和展望》2021-02-06
- 3、《计算机：基金配置再降，中长期逻辑更加突出》2021-01-31



内容目录

行业龙头涨幅领先，细分领军配置价值凸显	3
信创进入快速发展阶段，关注低估值细分领军	6
网安行业订单 Q4 加速修复，天融信估值具备吸引力	9
长周期最确定成长主线，部分云计算公司具备估值性价比	11
AI 产业化开启、工业软件迎来加速发展期	15
风险提示	17

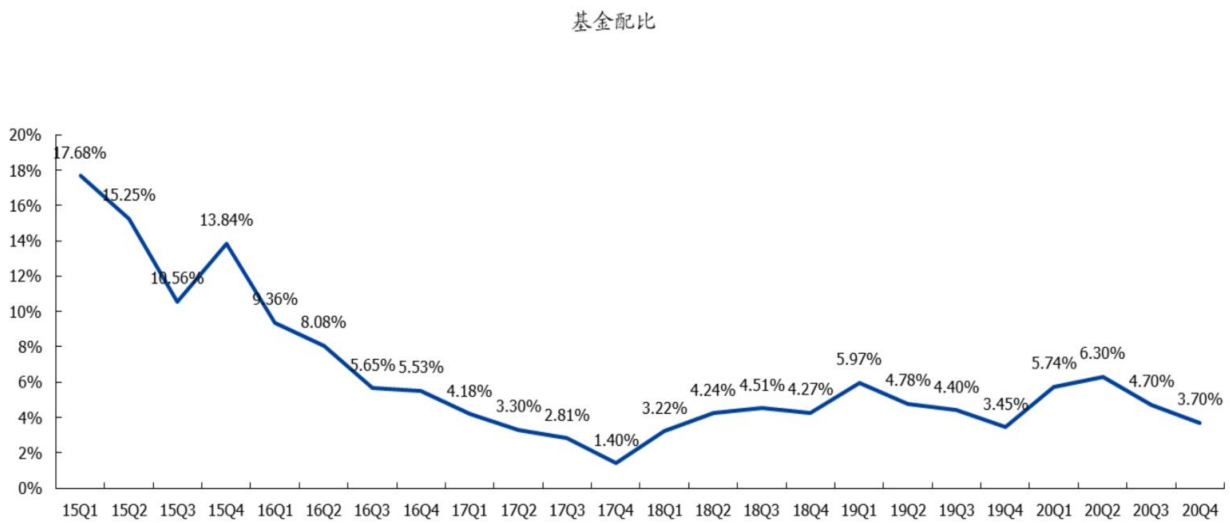
图表目录

图表 1: 2020Q4 计算机板块公募基金重仓股行业配置比例	3
图表 2: 计算机板块内部估值 (PS_TTM) 差距逐渐扩大	3
图表 3: 行业流通市值前十名个股市值之和占比不到提升	3
图表 4: 行业龙头企业营收增速 (%) 高于中等市值公司	4
图表 5: 中国计算机行业典型发展过程	4
图表 6: 各细分领域头部公司在新技术上的投入	5
图表 7: 部分信创公司 2020 年前三季度营收 (亿元) 与同比增速 (%)	5
图表 8: 部分网安公司 2020 前三季度单季度营收增速	5
图表 9: 国内信创产业链梳理	6
图表 10: 信创部分公司 2020 年业绩预告	7
图表 11: 东方通中间件自主创新历程	7
图表 12: 2010-2018 年中国中间件市场中国产占比	8
图表 13: 2018 年中国中间件厂商市场份额	8
图表 14: 华宇软件信创领域解决方案	8
图表 15: 2019-2020Q4 华宇软件单季度订单新增额	9
图表 16: 中孚信息发展历程	9
图表 17: 网安产品增速与宏观经济增速弱相关	10
图表 18: 部分网安公司 2020 前三季度业绩逐季修复	10
图表 19: 防火墙龙头企业市占率逐年提高	11
图表 20: 2018 年网安行业细分产品市场规模 (亿元)	11
图表 21: 数据中台成为数字化转型平台枢纽	11
图表 22: 2013 年-2019 年美国三大 EHR 厂商在急救医院中的市占率	12
图表 23: 估算云托管业务对捷顺科技客户及公司的潜在收益	13
图表 24: 博睿数据 Bonree Net 产品平台使用示意图	14
图表 25: 大华股份“生态型”业务架构	16

行业龙头涨幅领先，细分领军配置价值凸显

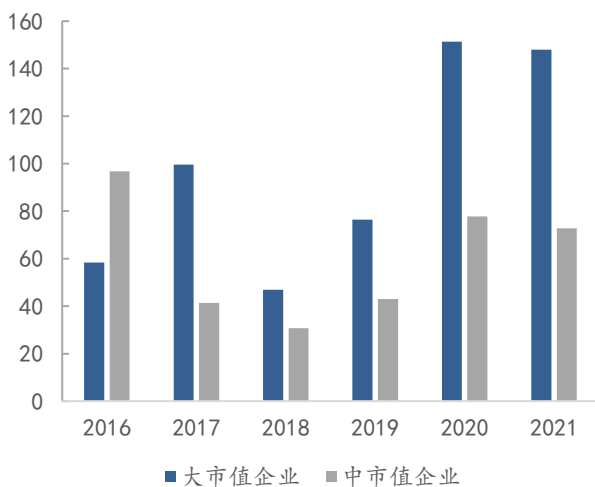
当前计算机板块配置与估值特征：行业配置比例下降的同时，头部效应更加明显，行业龙头估值溢价有所上升，部分高景气细分领军配置价值逐渐显现。过去五年计算机头部企业市值占比显著提升、与中等市值企业估值差距不断拉大，2016年12月31日，流通市值规模前10名个股（大市值企业，下文同）市值在计算机板块总市值中占比为18.37%，前10名个股按流通市值加权得到的PE(TTM)估值水平为58.34倍，第10名至100名（中市值企业，下文同）加权PE(TTM)估值水平为96.76倍，而截至2021年2月19日，前10名流通市值占比已上升至38.17%，前10名个股按流通市值加权得到的PE(TTM)估值水平为147.94倍，第10名至100名加权PE(TTM)估值水平72.73倍，头部企业市值占比、估值溢价逐渐提高。

图表 1: 2020Q4 计算机板块公募基金重仓股行业配置比例



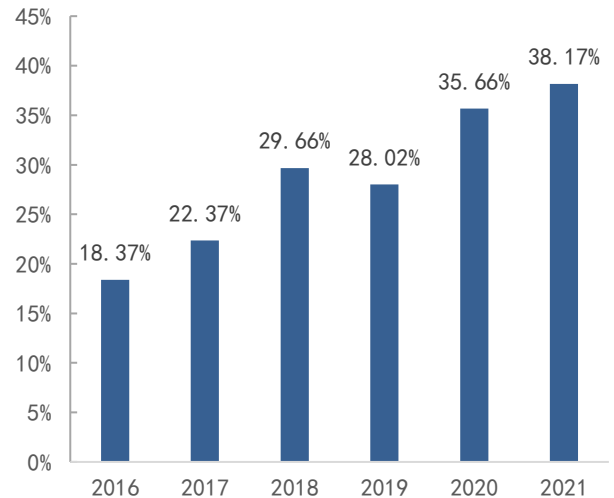
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 计算机板块内部估值 (PS_TTM) 差距逐渐扩大



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

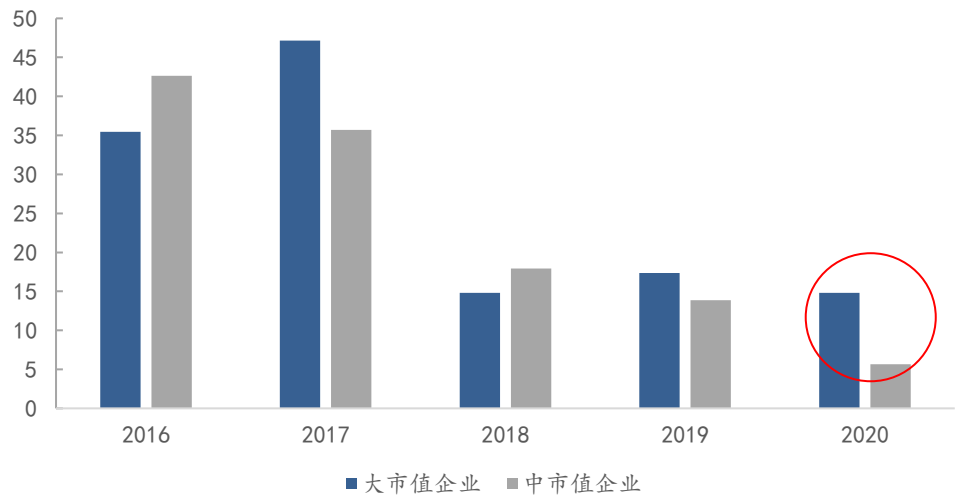
图表 3: 行业流通市值前十名个股市值之和占比不断提升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

我们判断计算机头部企业在市值占比、估值溢价有所提高的背后因素主要为：(1) 大市值企业自 2017 年以来，在成长确定性与抵御宏观波动风险方面占据优势。2017 年年报，大市值企业按流通市值加权的营收增速为 47.14%，中市值企业加权增速为 35.71%，而 2020 年前三季度，大市值企业加权营收增速为 14.79%，后者增速仅为 5.67%，头部企业成长的相对确定性、抵御风险能力更加突出，特别的 2020 年疫情之下，需要现场实施交付确认收入占比更高的中小公司受冲击更大；

图表 4: 行业龙头企业市值加权营收增速 (%) 高于中等市值公司

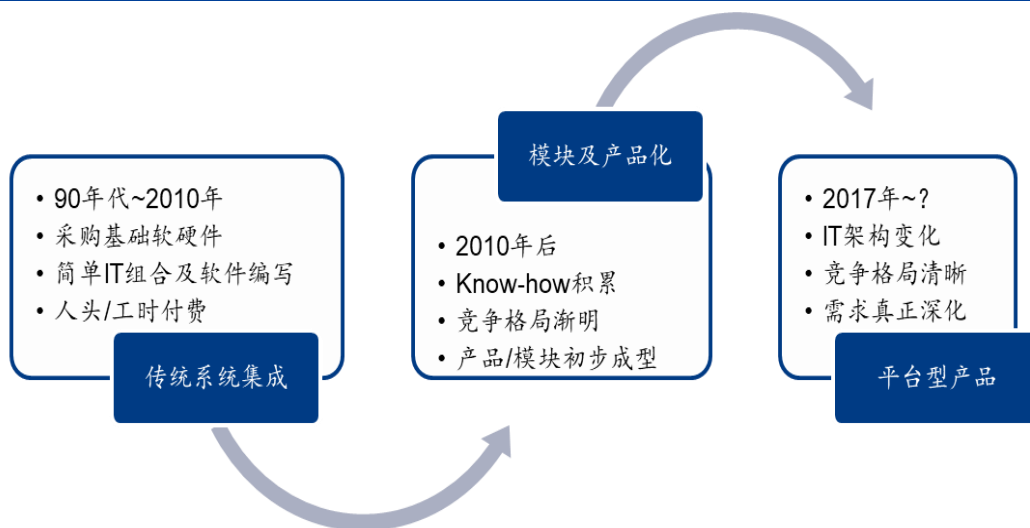


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

(2) 头部企业商业模式改善带来的规模效应日益突出。头部企业商业模式渐从传统系统集成演变为提供标准化产品的平台型公司，以用友、金蝶国际、广联达为代表的云计算公司，科大讯飞、海康威视为代表的 AI 龙头企业，较很多仍处于传统项目集成的中等市值公司具有明显优势；

(3) 以公募基金为代表的机构投资者话语权不断增强，给予头部企业成长确定性溢价和流动性溢价。2020 年公募基金管理规模增速为 64.02%，创五年新高，主动权益型、混合型产品规模增速达 131.75%，对于流动性需求更加突出。

图表 5: 中国计算机行业典型发展过程



资料来源: wind, 国盛证券研究所

随着头部企业市值占比、估值溢价逐渐提高，我们认为部分景气度较高的细分龙头存在

较高配置价值:(1)中长期逻辑,虽然头部公司在技术迭代和商业模式转变上进度领先,但仍不应忽视细分领军企业技术进步、下游需求多样性催生新企业崛起的可能性;

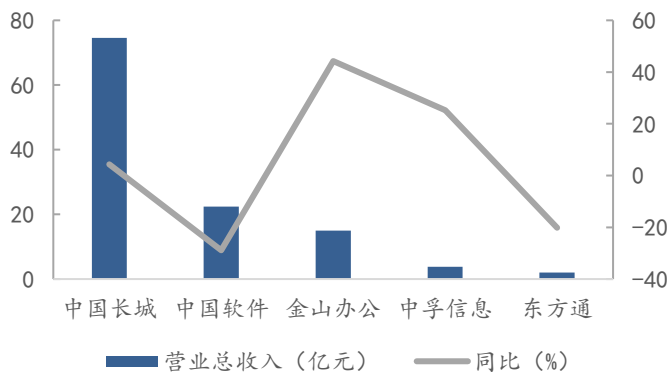
图表6:各细分领域头部公司在新技术上的投入

企业	业务领域	新技术发展方向上的投入
恒生电子	金融 IT	从 2019 年年报可以看到,恒生技术栈整体向云原生迁移,所有的核心业务系统也完成了云原生技术栈的改造升级工作,并已经在多家客户完成落地上线;2019 年新发布了智眸科创通、智能算法交易、智能舆情预警、超级智能客服 4 款基于恒生数据中台的人工智能产品。
深信服	网络安全	从 2019 年年报可知,公司从 2012 年开始布局云计算业务,推出软件定义的云计算和 IT 基础架构;提出无线大数据分析方案;同时加大了在人工智能、安全监测等方面的投入。
广联达	BIM	由公司 2015、2019 年年报可知,公司计价、计量等主要产品逐渐推进云转型,采取 SaaS 模式;AI 组价方案在部分区域开始试点,CAD 智能识别大幅提升翻模工作中的准确性和效率,施工现场多类物品识别和分类已取得规模化应用。
科大讯飞	智能语音	从 2019 年年报可以看到,公司加大了在 AI 相关重点方向的研发投入,保持公司智能语音语言技术国际领先,并开发大量应用 AI+大数据的语音产品,包括智能学习平台、司法认知平台、智慧城市政务超脑等等。
卫宁健康	医疗 IT	从卫宁 2020 年新产品发布会可以看到,公司发布了云原生的 WiNex 产品,引入数字中台,基于共性开发平台,开启医疗 IT 龙头转云之路。
海康威视	安防	由海康威视 2019 年年报可知,公司将深度学习算法和产品结合,推出了全系列深度智能产品家族;深化和整合了 AI Cloud“两池一库四平台”产品线;并向客户提供 AI 开放开发平台,让客户参与 AI 应用碎片化需求落地。
石基信息	酒店管理信息系统	由公司 2013-2019 年历年年报可以了解到,公司成功推出了基于云计算的新一代酒店管理系统 XMS 和云 POS“HERO”餐饮管理系统,并开始建立石基零售数据平台和开发平台。

资料来源:公司财报,公司官网新闻,国盛证券研究所

(2)短期逻辑在于细分板块前期涨幅与当前业绩增速有所错位。2021 年全年,行业龙头企业与 2020 年受疫情影响较大的细分领军业绩增速差或将收敛,计算机板块流通市值第 10 至 100 名个股按流通市值加权 PE(TTM)估值水平从 2016 年末的 96.76 倍下降至当前的 72.73 倍。部分高景气细分领军企业处于较低估值水平,2020 年年报与 2021 年 Q1 一季报披露节点附近,或将迎来“估值切换”。

图表7:部分信创公司2020年前三季度营收(亿元)与同比增速(%)



资料来源:Wind,国盛证券研究所

图表8:部分网安公司2020年前三季度单季度营收增速



资料来源:Wind,国盛证券研究所

梳理如下两条投资主线:

(1) 2020年上半年受疫情影响较大，行业景气度仍将持续的低估值细分领军，2020年报、2021年一季度景气持续改善或将诱发“估值切换”行情，主要包括：进入快速发展阶段的信创领域公司华宇软件、中孚信息和东方通，行业收入Q4加速修复的网安行业中天融信估值具备吸引力；

(2) 优质赛道里具备明显估值性价比的细分领军，包括长期成长性最确定的云计算赛道公司卫宁健康、捷顺科技以及博睿数据，随着AI产业化正式开启、政策及下游需求驱动工业软件迎来加速发展期，大华股份、恒华科技具备估值吸引力。

信创进入快速发展阶段，关注低估值细分领军

国际竞争加剧大环境下，2020年国内信创开启全面落地，或迎来三年黄金发展期。1) 由于历史原因，目前国内重要信息系统、关键基础设施中使用的核心信息技术产品和关键服务对海外依赖程度较大，存在诸多风险及安全隐患。特别是2018年以来，受国际环境影响，核心技术受制于人的局面越发突显。2) 近年我国相继发布了“数字中国”、“科技强国”、“2+8安全可控体系”等重要战略政策，大力推进关键信息技术应用创新。2020年以来，我国信创产品已完成从“可用”到“好用”的进化，基础硬件、基础软件及应用软件各层级均迎来国产替代浪潮，应用领域从党政军向电信、金融、交通等八大行业有序扩张，未来三年有望迎来黄金发展期。

图表9：国内信创产业链梳理

领域	代表板块	主要公司或品牌
基础硬件	芯片	龙芯、飞腾、鲲鹏、海光、兆芯、申威
	服务器、PC	华为、浪潮、曙光、长城、同方、新华三
基础软件	操作系统	华为、麒麟、统信软件、深之度、普华
	数据库	科蓝软件、华为高斯、武汉达梦、人大金仓、南大通用
	中间件	东方通、普元信息、金蝶、中创
应用软件	办公软件	金山WPS、福昕软件
	ERP	用友、金蝶
	安全	奇安信、深信服、北信源

资料来源：相关公司公告或官网，国盛证券研究所

疫情影响下，2020年部分公司业绩仍然高增，佐证行业景气度。2020H1受疫情影响，信创行业招标与采购流程均受影响，相关公司整体业绩增速一般。从采招网的信创相关配套订单显示，2020年7月起招标采购进入旺季，Q3主要公司业绩增速开始回升。根据2020年部分上市公司业绩预告，多家信创领军公司盈利或订单实现高增，表明随着疫情逐步得到控制，信创招标进度、订单体量等持续逻辑兑现，信创正式进入景气周期。

图表 10: 信创部分公司 2020 年业绩预告

公司	业绩指标	预计规模	同比增长
东方通	2020 年归母净利润	2.40 亿元-2.68 亿元	70.00%-90.00%
	2020 年扣非净利润	1.65 亿元-1.94 亿元	38.75%-62.44%
中国长城	2020Q4 归母净利润	9.13 亿元-12.63 亿元	-3%-35%
	2020Q4 扣非归母净利润	5.32 亿元-8.76 亿元	36%-125%
华宇软件	2020 年新签合同额	67.7 亿元	98%
	2020 年期末在手合同额	54.8 亿元	153%
统信软件	2020 年营业收入	4.1 亿元	实现盈利
中孚信息	2020 年归母净利润	2.25 亿元-2.55 亿元	80.14%-104.16%
	2020 年扣非净利润	2.1 亿元-2.4 亿元	79.17%-104.77%

资料来源: 相关公司公告, 国盛证券研究所

东方通 (300379.SZ) 作为国产中间件领军, 拥有多年自主创新技术积累。东方通为国产中间件的开拓者和领导者, 1998 年, 在中国建设银行总行对中间件产品的测试选型中, 东方通成为最终入选的唯一一家国产中间件软件服务商。2016 年, 东方通 TongWeb 在 SPECjEnterprise2010 基准测试中表现优秀, 证明其性能已可追赶上甚至超过国际水平。

图表 11: 东方通中间件自主创新历程

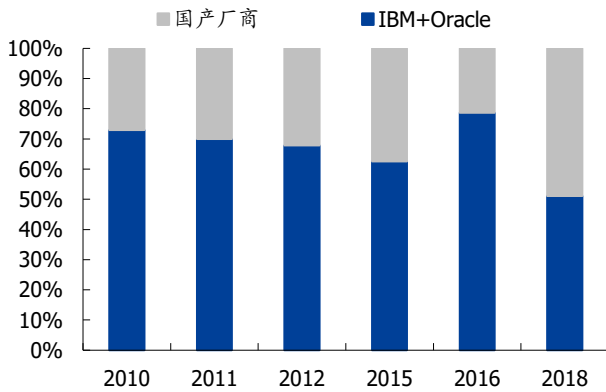
时间	内容
1998	在中国建设银行总行对中间件产品的测试选型中, 成为最终入选的唯一国产中间件软件服务商
2000	TongLINK/Q、TongEASY 在交通银行、华夏银行实现综合业务系统应用。这标志着东方通已经具备全国性银行业务系统的承建能力。发布应用服务器 TongWeb, 并首次应用于科技部万方数据电子商务系统项目
2002	中国移动福建分公司基于 TongWeb 和 TongEASY 建成新一代 BOSS 系统, 成为电信运营商应用国产基础软件的标杆
2005	中国工商银行总行首次采用 TongGTP 建设全行文件传输平台, 奠定了 TongGTP 在金融行业文件传输领域的领导地位。中国现代化支付系统小额支付子系统采用 TongLINK/Q 并在全国金融机构进行推广, 拉开了中国人民银行全面采用东方通中间件的序幕
2009	TongWeb 入围中国移动软件集中采购目录, 成为唯一入围的国产软件厂商, 全面进入中国移动新建系统
2011	主持的消息中间件软件产品技术规范 (GB/T 28168-1011)、基于 J2EE 的应用服务器软件技术规范 (GB/T 26232-2010) 正式发布, 东方通被评为"标准创制先进单位"。
2016	东方通 TongWeb 在 SPECjEnterprise2010 基准测试中, 取得了 27045.567EjOPS 优异成绩, 证明在同等环境下东方通的产品性能已达到甚至超越国际领先产品

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

国产厂商替代空间巨大, 将深度受益于信创产业推进。1) 海外厂商长期以来在我国中间件市场中占据重要份额, 根据计世资讯统计, 2010-2018 年, IBM 与 Oracle 在国内合计市场份额均超过 50%。中间件为三大基础软件之一, 在国家信创采购中占据重要地位,

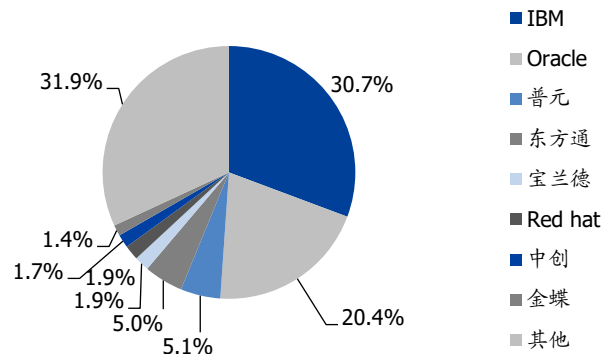
国产替代空间广阔。2) 东方通连续多年在国产中间件市场处于领先地位, 根据计世资讯统计, 2018年东方通在国内中间件市场份额为5.0%。随着信创产业的规模化推进, 公司有望深度受益。

图表 12: 2010-2018 年中国中间件市场国产占比



资料来源: 计世资讯, 国盛证券研究所

图表 13: 2018 年中国中间件厂商市场份额



资料来源: 计世资讯, 国盛证券研究所

华宇软件 (300271.SZ) 多年深耕政务 IT 解决方案, 为信创主要集成服务商之一。华宇软件在国内法律科技、教育信息化、智慧政务等市场占据优势地位; 同时也在较早布局信创领域, 并保持高参与度。2013 年开始参与到电子公文标准编制与验证工作; 2015 年推出电子公文系统信创整体解决方案, 并于同年收购国内办公业务协同系统领先企业万户网络。目前, 公司已形成了面向党政、金融等多个领域的完整具有自主知识产权、安全可信的整体解决方案。

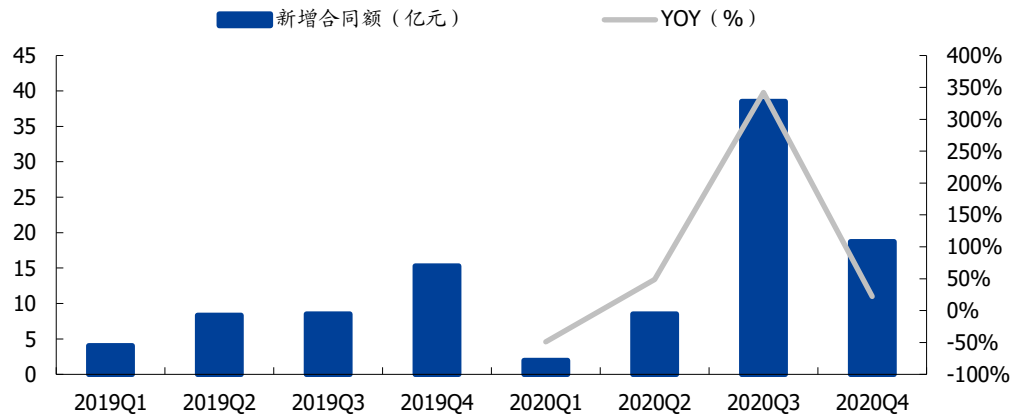
图表 14: 华宇软件信创领域解决方案

领域	典型案例
党政机关信创整体解决方案	中共北京市委办公厅、中共河南省委办公厅、中共贵州省委办公厅、中共贵州委办公厅等
党政机关电子政务运维平台解决方案	北京市高级人民法院、天津市高级人民法院、青海省高级人民法院、内蒙古自治区高级人民法院等
基于自主安全平台即时通讯解决方案	全国四级人民法院、北京市高级人民法院、天津市高级人民法院、河北省高级人民法院等

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

2020 年订单大幅增长, 信创业务后续将大量确认。1) 根据 2020 年业绩快报, 公司 2020 年受疫情影响较大, 全年业绩下降明显。但从签订合同情况来看, 公司 2020 年二季度以来, 新签合同快速增长, 全年新签合同额 67.7 亿元, 同比增长 98%。其中, 法律科技新签 29.7 亿元, 同比增长 44%; 教育信息化新签 3.7 亿元, 同比减少 21%; 智慧政务新签 30.2 亿元, 同比增长 653%。报告期末在手合同为 54.8 亿元, 同比增长 153%, 未来业绩保障度较高。2) 由此表明, 公司信创业务已步入爆发式增长阶段, 信创集成订单实施周期大约为 3-6 个月, 同时, 公司也将受益于未来 3 年信创的规模化推进, 迎来重要发展契机。

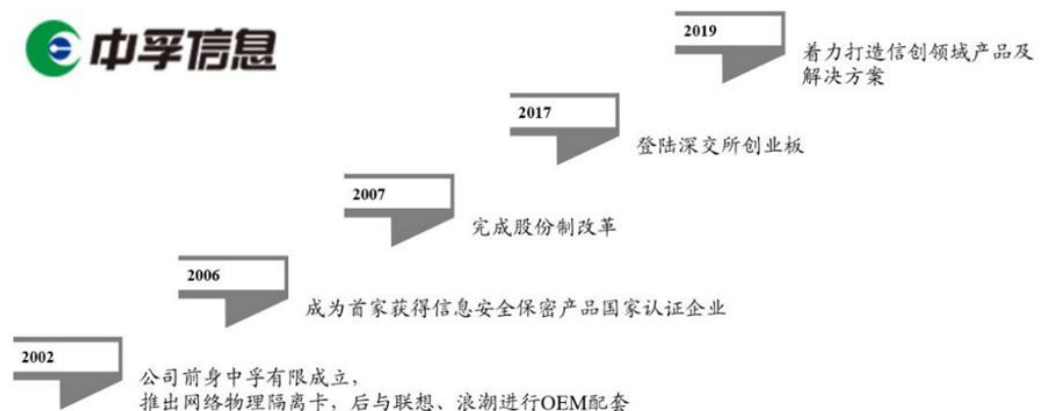
图表 15: 2019-2020Q4 华宇软件单季度订单新增额



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

中孚信息 (300659.SZ) 为国内安全保密行业领先企业, 近年着力发展信创市场。中孚信息深耕信息安全保密市场近 20 年, 在国内安全保密领域占据竞争优势。2019 年以来, 公司着力于发展信创领域产品与解决方案, 并产品研发、应用推广等多方面取得良好成效。

图表 16: 中孚信息发展历程



资料来源: 公司公告, 公司官网, 国盛证券研究所

“三合一”产品市占率领先, 信创业务实现高速增长。1) 在基于国产平台的保密防护产品上, 中孚信息布局多年, 产品研发及销售推广均具有较强竞争力。2019 年, 中孚信息基于国产平台的保密防护产品营收为 1.98 亿元, 占保密防护产品营收的 68.55%, 同比增长 835.83%, 表明公司充分受益于信创推广。2020 年, 公司继续投入, 募资打造基于国产平台的安全防护整体解决方案。2) 具体产品而言, 2018 年“三合一”产品、主机监控与审计系统、终端安全登录系统、打印刻录安全监控与审计系统、电子文档安全管理系统等首批通过国家有关部门授权的测评机构检测并列入相关产品名录, 并在 2019 年试点市场中领先, 其中代表产品“三合一”份额较高、粘性较强。

网安行业订单 Q4 加速修复, 天融信估值具备吸引力

网安产品增速与宏观经济增速弱相关, 三因素共振驱动景气提升。网安产品增速与宏观

经济增速弱相关。H1 业务订单与实施受疫情影响呈现低速增长，Q2 起订单增速持续修复，预计 2020 年下半年呈现加速增长态势，Q4 将明显提升全年营收及利润增速。

政策催化、ICT 技术演变与威胁事件频发驱动网络安全行业景气提升。当前政策端，网络安全法、等保 2.0、护网行动、信创及关保等网安政策覆盖范围与力度持续提高；技术端，云计算、工业互联网等新技术应用；事件端，数据泄露、勒索软件等安全威胁层出不穷，三因素共振有望驱动网安行业进入至少 6 个季度的景气上行周期。

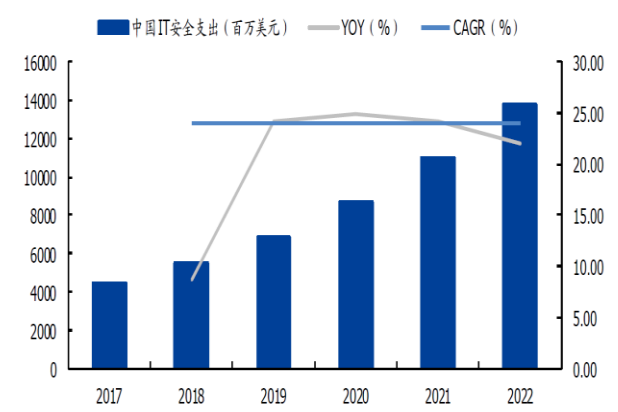
国内安全市场未来 3 年将维持 25.6% 的复合增长。随着国家对网络安全监管力度的持续加大，我们认为中国网络安全市场在未来 3~5 年仍将保持快速发展。IDC 预测，2019 年中国安全解决方案总体支出将达到 69.5 亿美元(不含 IoT 安全)，2018 年~2022 年预测期内的年复合增长率为 25.6%，到 2022 年，市场规模将增长至 137.7 亿美元。

图表 17: 网安产品增速与宏观经济增速弱相关



资料来源: 安全牛, 国盛证券研究所

图表 18: 中国网安市场规模预计将保持较快增速

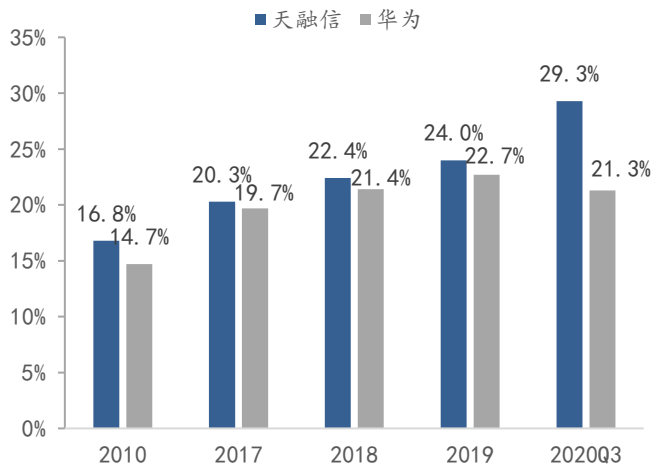


资料来源: IDC, 国盛证券研究所

天融信(002212.SZ) 防火墙业务成长持续性及规模效应有望超预期, 同时新业务布局与研发实力完备, 从招投标数据库跟踪情况, 维持前期深度报告判断, 预计公司 2020Q4 快速修复有望带动网安业务全年保持双位数增长, 作为国内防火墙龙头企业 PE(2021E) 仅为 30 左右, 随着业绩逐步兑现, 估值或有提升空间。

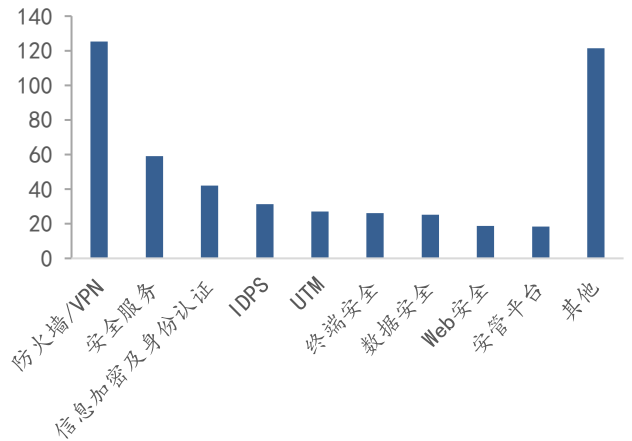
- (1) 防火墙、VPN 竞争壁垒较高, 市场集中度显著高于其他品类, 根据 IDC《2020 年 Q3 中国 IT 安全硬件市场跟踪报告》, 防火墙领军天融信、VPN 领军深信服, 市占率分别为 29.3%、26.9%, 均超过 25%;
- (2) 下一代防火墙成为网安标配。随着等保 2.0、关保等合规政策出台及执行力度加大, 护网行动实战攻防考核常态化, 政府部门及重点企业合规支出有望持续增加, 防火墙是企业提高防护能力的最先选择, 防火墙龙头企业市占率会逐渐提高, 天融信近三年防火墙市占率年均提高约 2%;
- (3) 防火墙及 VPN 天然需要综合考虑安全与网络性能, 随着 IT 升级不断迭代, 容易产生规模效应, 随着集成 IDPS、APT 等多功能模块的 NGFW 渗透率不断提高, 相较于单一功能安全硬件产品更容易产生规模效应;
- (4) 公司 2020 年完全剥离电线电缆, 聚焦网安业务, 当前在防火墙、云安全资源池、公有云防护产品、大数据安全与检测以及安全服务等主被动防护领域布局完备, 有望享受网安行业持续高景气。

图表 19: 防火墙龙头企业市占率逐年提高



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

图表 20: 2018 年网安行业细分产品市场规模 (亿元)



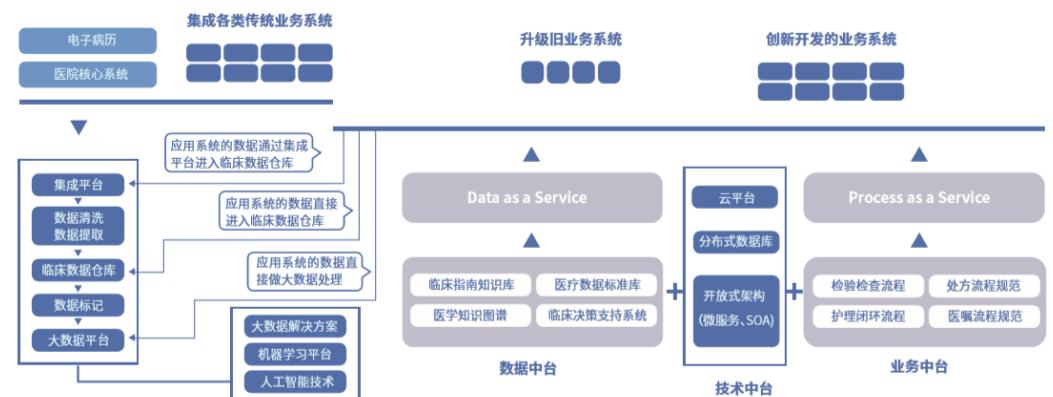
资料来源: 赛迪咨询, 国盛证券研究所

(5) 海外网安发展超过 30 年, 防火墙、VPN 依旧为大份额且快速发展品类, 且相关公司 PS 在 8~12 倍。以 PaloAlto 和 Fortinet 为代表的综合安全厂商, 即使云化转型过程中订阅服务收入占比不断提高, 但二者 NGFW 等产品销售收入仍保持 20% 左右的增长中枢, 这与国内天融信 2017 至 2019 年营收保持 44% 年复合增速的高增事实相印证。

长周期最确定成长主线, 部分云计算公司具备估值性价比

卫宁健康(300253.SZ)于 2020 年 4 月 18 日发布新一代医疗健康科技产品 WiNEX, 宣告公司正式开启转云之路。我们认为公司的 WinCloud 卫宁云计划, 宣告公司正式开启转云计划。首先, WiNEX 是云原生产品, 运行机制具备微服务、DevOps、持续交付等特性。其次, 医疗信息化产品一直以来存在定制化程度高, 难以完全产品化, 实施交付流程长等痛点, WiNEX 解决了医疗信息化产品的痛点: 1) “1+X” 数字生态解决医院各类定制化需求; 2) 云端交付解决实施交付周期较长问题; 3) 大量医疗数据的交互与互联互通需求, 包括在院内、线上线下、以及医院与医联体和医保局等场景。最后 WiNEX 的数据中台是医学知识与数据的核心, 形成产品的高壁垒。

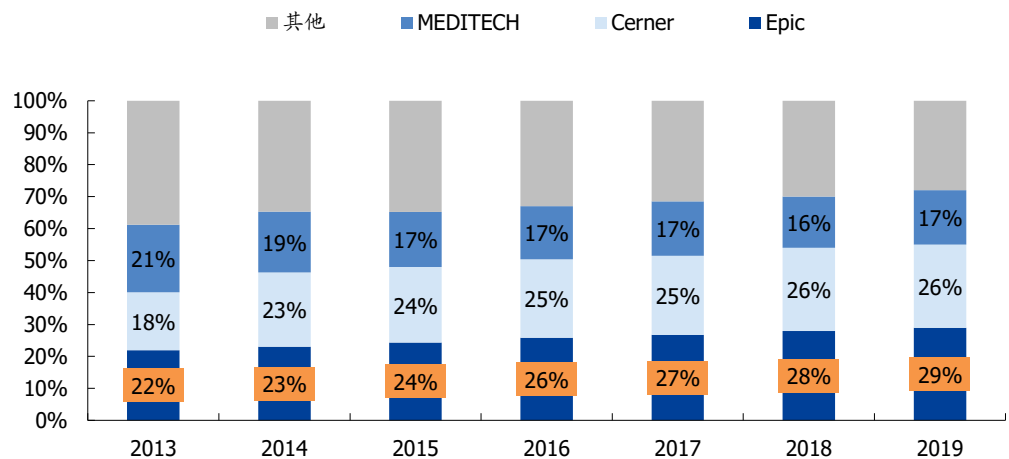
图表 21: 数据中台成为数字化转型平台枢纽



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

美国医疗信息化转云之路：市场份额进一步向头部集中。北美是全球医疗信息化转云的领军，医疗数据的迅速增长使得构架云化成为必然趋势。随着医疗大数据的快速增长，医疗诊疗系统的日渐复杂，医院对医疗云的使用意愿不断提升，云计算在美国医疗领域的使用快速增长。复盘来看：1) 医疗 IT 转云并非一蹴而就，而是从架构上云开始，一个分模块、分场景的渐进过程。2) 市场份额不断向头部厂商集中，美国市场上的 EHR 供应商及产品总数不断减少，急诊医院 EHR 市场 CR3 所占的份额从 2013 年的 61% 上升到了 2019 年的 72%。3) 美国前三大医疗信息化厂商 Epic、Cerner、Meditech 之间的竞争格局在转云过程中也发生了变化，Epic 通过电子病历等模块 2019 年在急救医院中市场份额达到 29%，在大型医院中的市占率高达 60%。与其他两家厂商进一步拉开差距。

图表 22: 2013 年-2019 年美国三大 EHR 厂商在急救医院中的市占率



资料来源: KLAS, 国盛证券研究所

行业巨头战略性入股，助推卫宁医保控费领域领先地位，完善医、药、险深度融合生态版图。京东健康是坐拥海量流量的国内医药电商龙头，药明康德则是全球医药研发服务巨头，二者的加盟可以与卫宁在业务领域形成协同，打通“医”—“药”—“险”的 C 端全链条，京东健康提供流量与互联网医疗服务，药明康德以其行业资源赋能，最终通过卫宁的智能医保/商保核保控费为 C 端实现支付端的便利与保障，以互联网+的形式盘活整体生态。

2020 年业绩预告符合预期，继续加大创新业务投入，经营性净现金流持续改善。公司预计 2020 年收入增长 15%~30%，其中核心产品软件销售及技术服务收入每个季度的同比收入增速均超过 20%。创新业务板块（云医、云药）业务体量进一步扩大，如第三方支付业务交易金额超过 300 亿元，在线诊疗服务类同比大增，“云药房”模式持续推进落地，但是受到第三方支付公司综合返点、创新投入加大等影响，预计创新业务板块整体依然处于亏损状态。2020 年预计经营性净现金流约 4.22 亿元，2019 年为 2.33 亿元，造血能力持续改善。

捷顺科技 (002609.SZ) 处于硬件销售到 SaaS 服务转型之中，云托管业务加速公司战略升级。为了加速从传统的“硬件”销售向“智能硬件+平台软件+运营服务”的业务战略转型升级，公司于 2019 年下半年推出了云托管业务，充分利用 AI 智能识别、大数据、音视频、天启智能管理平台、天启智能运维平台等技术，为停车场经营客户提供无人化的 SaaS 服务。

通过云托管实现多方共赢，SaaS 规模化发展值得期待。

- **为客户减负。**对客户而言，只需要按月按车道付费，将停车场托管给捷顺科技，就可以大幅降低自身人工管理成本。通过云端对账结算，还能有效规避收费人员的“跑冒滴漏”现象。以深圳为例，根据我们的测算更换为云托管业务可以帮助客户节约至少 82% 的成本。
- **提升客户 LTV，为公司创利。**对公司而言，云托管能够大幅提升单个客户的合同规模，相比于智能硬件销售，我们测算云托管合同金额会增大 4~5 倍。其次云托管业务是标准的 SaaS 服务模式，一般合同签约为 5 年期，能够与客户形成长期稳定的合作关系。

为场景化运营创造条件，带来潜在数据挖掘机会。云托管业务也能为捷停车运营业务提供更多线下场景，丰富智慧运营业务模式，未来随着云端数据的不断积累，也将带来潜在数据挖掘机会，为客户提供更多更精准的增值服务。同时，对于一线销售人员而言，促成一笔云托管业务订单，可以获得金额更高、持续时间更长的提成，也将极大地提升地推人员积极性。

图表 23: 估算云托管业务对捷顺科技客户及公司的潜在收益

类型	数量	备注
云托管业务为客户带来的潜在收益		
人工成本 (元/年)	$4,720 \times 12 \times 3 = 169,920$	以深圳市为例，根据赶集网数据，停车场收费人员平均工资 4,720 元/月。假设一个出入口设置一个人工岗亭，三个工作人员三班倒
线下岗亭涉及的总成本 (元/年)	200,000	考虑到停车场运营方为员工缴纳的五险一金以及线下岗亭使用空调或暖气之类的杂费，我们估计一个岗亭涉及的总成本可达 20 万元
2 条车道一年的云托管服务费 (元)	$1500 \times 12 \times 2 = 36,000$	根据公司在互动易的公开信息，客户按月按车道支付云托管服务费，假设每条车道每月收费 1,500 元。一个出入口，一进一出，2 条车道
云托管业务为客户节约的费用比例	$(200,000 - 36,000) / 200,000 = 82\%$	如果考虑到规避“跑冒滴漏”现象而减少的收入损失，以及智慧停车运营为客户带来的营收增长，选择云托管业务可以给客户带来更大的收益
云托管业务为捷顺带来的潜在收益		
2 条车道硬件销售合同规模 (元)	$20,000 \times 2 = 40,000$	公司设备质量最高、口碑最高因此价格较贵，假设每条车道所需设备价格为 2 万元。设备平均换新周期为 3-5 年，捷顺设备质量较好，假设设备可正常使用 5 年
2 条车道五年的云托管服务费 (元)	$36,000 \times 5 = 180,000$	根据公司在互动易的公开信息，大部分客户一次性签约云托管业务五年
云托管业务合同为传统硬件销售合同的倍数	$180,000 / 40,000 = 4.5$	云托管业务能将合同规模提高 3.5 倍，如果考虑对停车费用流水的佣金提成，潜在收益会更高。此外，该业务按月收取服务费，能够改善经营性现金流

资料来源：捷顺科技公告，赶集网，深交所互动易，国盛证券研究所

停车行业 SaaS 模式处于早期加速阶段。目前推出与捷顺云托管业务类似 SaaS 服务的竞争对手较少，包括厦门科拓、富士智能等。厦门科拓于 2018 年下半年推出了无人收费停车场，推动公司从硬件设备提供商向服务型公司转型，已经在全国约 2,000+ 停车场实施 SaaS 模式。富士智能于 2019 年下半年介入停车场 SaaS 赛道，处于起步阶段。根据捷顺科技的投资者关系活动记录公告，截至 2020 年 11 月，捷顺 2020 年新增接入云托管车道数超过 3,500 条（含部分试用期项目）。目前，SaaS 模式处于产业早期加速阶段，市场参与者的持续市场教育有望带动赛道发展的进一步提速。

智慧停车 SaaS 赛道市场规模每年高达 523 亿，未来随着行业渗透率的提升，公司云托管业务将迎来爆发期。根据我们的测算，全国约有 72.6 万座停车场，每座停车场平均 4 条车道，假设每条车道收费 1500 元/月，则每年停车智慧停车 SaaS 赛道市场规模高达 523 亿元 ($72.6 \times 0.15 \times 12 \times 4 = 523$ 亿元)。

2020 年新签合同同比增长 34%，业务结构优化，BCG 协同战略持续推进。 根据公司 2020 年业绩预告数据，对应 2020 年第四季度的归母净利润同比增速为 10%-69%。公司上半年新签订单 6.07 亿元，同比增长 20%，全年新签订单的进一步加速验证了疫情缓解下的业务加速，尤其包括云托管、城市停车、捷停车在内的新业务新签订单增速实现翻倍，业务结构正在进一步优化，BCG 协同策略正持续推进。

博睿数据 (688229.SH) 作为国内 APM 行业领军企业，业务价值被高度低估。 公司产品用于监测、分析、优化企业软件应用的性能状况。博睿数据成立于 2008 年，一直致力为企业级客户提供应用性能监测服务、销售应用性能监测软件及提供其他相关服务。公司主营业务属于 IT 运维管理 (ITOM) 领域的重要分支——应用性能管理 (APM) 行业。公司产品可通过监测、分析、优化企业软件应用的性能状况，如 APP 是否卡顿崩溃、交易的响应时间、服务器负载情况等，帮助企业精准定位影响其软件应用使用性能和用户体验的原因，助力企业加速数字化转型进程。公司产品可供 IT 运维人员、开发人员、技术支持人员、前端业务人员等不同角色使用，可贯穿前端网页、APP 等应用、中端网络和后端服务器应用，提供端到端的统一监控视角；从界面交互的操作层到业务逻辑层、最后直击代码底层，实现全栈溯源；利用机器学习技术创建动态基线来判定客户的应用和业务交易的健康标准，自动发现业务异常，最终以可视化图表的方式向客户展示。**公司客户群体优质，前五大客户囊括 BATH 之中三家。** 公司下游客户主要为大型互联网企业，主要客户包括百度、腾讯、阿里巴巴、平安集团等优质企业。2019 年前五大客户中，华为、腾讯、百度均位列其中，此外，还有平安、中信银行等大型金融企业。

图表 24: 博睿数据 Bonree Net 产品平台使用示意图



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

2020 新增大量销售和研发人员，奠定未来业务发展基础。 2020 年，公司收入为 1.40-1.48 亿元，同比下降 15.22%-10.35%。归母净利润为 3119 万元-3798 万元，同比下降

48.91%-37.78%。2020年因公司发展需要，新增市场销售及研发人员110余人，相较于2019年底的331人，增长了33%，从而导致销售费用及研发费用与2019年同期相比增加1,700余万元。2020年受到疫情影响，部分客户压缩预算，采购任务延后，导致需求量降低，同时部分客户延期复工复产，很多项目无法按期完成现场评测，导致软件产品无法按期交付和验收；此外，公司软件产品由向客户销售产品转型为向客户提供订阅式服务。

首次股权激励授予核心管理和技术人员，利于激励员工积极性。2021年1月公司拟授予限制性股票数量151.55万股，其中首次授予占比80%，预留部分占比20%。首次授予的激励对象74人，包括公司高管、核心技术人员等，占比20年底公司总人数472人的15.7%。授予价格为60.86元/股。公司业绩考核目标设定了A、B两级目标。以2020年营业收入为基数，A目标为2021年-2024年营业收入增长率分别达到30%、75%、145%、260%；B目标为2021年-2024年营业收入增长率分别为25%、65%、120%、200%。

AI产业化开启、工业软件迎来加速发展期

AI的支持体系不断壮大，为AI的发展打下了坚实基础。AI技术的发展离不开“三驾马车”：算法、数据和算力，三者目前不断壮大，均进入加速AI产业发展的阶段。

- **机器学习算法持续突破，视觉和语音方面尤为突出。**以机器学习为例，其核心算法包括最小二乘法、K近邻算法、K均值算法、PCA分析法核心模型包括线性回归、逻辑回归、判定树、聚类、支持向量机等。主流算法模型库使得常见算法模型得到了高效实现：Caffe框架、CNTK框架等分别针对不同算法模型进行收集整理，在算法的开发利用中有很高的实用性。
- **数据量在移动互联网时代迎来爆炸式增长。**随着大数据技术的不断提升，人工智能赖以学习的标记数据获得成本下降，同时对数据的处理速度大幅提升。
- **芯片处理能力提升、硬件价格下降、神经网络模型优化，推动算力大幅提升。**2017年，在公共云上训练像ResNet-50这样的图像分类器的成本约为1,000美元，到了2019年只需大约10美元，成本大幅下降。截至2019年，全球AI算力主要是以GPU芯片为主，随着技术的不断迭代，包括ASIC、FPGA在内的计算单元类别有望成为支撑AI技术发展的底层技术。

三轮升级下，从产品、到解决方案、到人工智能，“软件”行业属性不断加强。安防行业从模拟到数字再到解决方案和AI、从产品、工程向方案转型的过程中，依附于视频监控设备的平台、应用等软件价值逐渐凸显。安防龙头凭借整体架构设计能力和平台应用开发的软实力，针对场景定制化，深度服务客户。安防行业已经从硬件行业向软硬结合转变，人工智能化将进一步强化安防行业“软件”的属性。因此，完成解决方案转型的龙头企业，享受的不是监控摄像头制造厂的估值；构建起安防人工智能壁垒的企业，未来也将享受软件企业的溢价。

图表 25: 大华股份“生态型”业务架构



资料来源：大华股份年报，国盛证券研究所

大华股份（002236.SZ）完成人工智能全链路布局，从基础算法到应用落地，全流程保障产业化快速落地。AI从理论研究、项目落地，到目前数字化升级拉动规模产业化的行业智能，已经进入第三阶段，数据分析有望迎来临界点。未来产业落地将加速，同时面临着应用创新常态化、功能过程复杂化、需求种类多样化等挑战。数字化分析需要深入业务，实现闭环。大华股份具备巨灵人工智能开发平台，40+种核心算法，面向超百种行业场景，端、边、云产品全覆盖，解决方案全行业覆盖，能实现快速产业落地。

2020年前三季度收入逐季回暖，毛利率稳步提升。2020年受到新冠疫情的影响，公司前三季度收入出现下滑，但是已出现下滑幅度逐季收窄的迹象（2020Q1到2020Q3的收入与增速分别为-19.47%/-8.96%/-1.59%），综合毛利率2020Q3达到44.99%，逐年稳步提升态势明显。

恒华科技（300365.SZ）准确把握行业技术转变方向，在电网三维BIM领域提前布局卡位。公司准确把握设计由二维向三维发展的技术方向，2014年和2016年分别收购了道亨科技51%和49%的股权，提前布局三维设计产品的研发，2017年全资子公司道亨科技以1,200万元收购了北京鹏宇成软件技术有限公司持有的“三维协同设计管理系统”全部技术无形资产及相关权益，并于2018年先后发布了输电线路三维设计软件、变电三维设计软件、电缆三维设计软件，全面支撑电力设计企业展开三维设计工作，迅速占领了输电线路三维设计市场。公司以基于BIM的三维设计为切入点，将BIM技术应用在电网资产建设和管理的全生命周期，最终实现电网信息化三维协同设计、电网工程基于BIM技术的数字化交付以及基于BIM技术的工程建设过程管控以及资产运行维护的可视化。

电力三维BIM设计软件市场核心参与者少，公司在输变电线路设计和协同设计领域更具本土化竞争优势。目前国内电力三维BIM设计软件领域的参与者主要有国内的道亨科

技、洛斯塔、博超时代等，海外厂商主要有 Bentley、Autodesk 旗下的 Revit，其中博超时代、Bentley、Revit 主要聚焦在变电领域。道亨科技强项在于架空输电线路设计，而通过 2017 年收购北京鹏宇成软件所持有的“三维协同设计管理系统”全部技术无形资产，进一步完善了公司在输变电 BIM 应用软件领域的业务布局和产业链条，目前在线路设计领域的主要竞争者是海外公司 Power Line Systems（以下简称 PLS），它也是线路设计的行业标准 PLS-CADD、PLS-POLE 以及 TOWER 的制定者，在目前自主可控政策的引导以及本土化软件使用习惯的竞争优势下，PLS 在国内三维设计的占有率较低。未来随着三维 BIM 设计软件渗透率的提升，公司有望在保持高市占率的基础上，扩大客户基数。

拟拆分道亨科技境内上市。2020 年 11 月 3 日，恒华科技公告启动控股子公司道亨科技的分拆上市，道亨科技作为当前国内领先的电网 BIM 软件提供商之一，依托自主可控的 BIM 和 GIS 底层技术，面向电力相关企业用户，提供三维输变电设计软件以及三维设计成果数字化移交平台、评审平台等，产品体系覆盖电网三维设计、施工及造价；并基于现有 BIM 技术及成果逐步向交通、水利等行业进行拓展应用。

第三季度业务恢复明显，且单季度经营性净现金流创历史最好水平，持续加大电网 BIM 三维设计及云服务产品的研发投入。2020 年第三季度收入增长达到 25.51%，归母净利润增速达到 52.69%，相对今年上半年业绩改善明显（收入、归母净利润增速分别为-44.96%和-62.27%）。2020 年前三季度毛利率为 49.93%，同比提升 7.13 个 pct，主要得益于收入结构的改善（电网设计相关板块是当前业务重点，受到国网新建 35kv 以上输变电工程须强制使用三维设计的政策所驱动，而相对低毛利的基建以及电改相关的配售电业务增速较低）。此外，第三季度经营性净现金流流入 2.5 亿元，创下历史单季度最好水平，使得前三季度的经营性净现金流达到 1.77 亿元，实现近十年首次前三季度净现金流转正，现金回款比例达到 138.94%，公司大力推进应收账款的回收，出现明显成效，“自我造血”能力大幅提升。前三季度公司投入研发费用 0.72 亿元，同比增长 8.61%，在收入下滑的情况下，公司依然保持了对自主可控的 BIM 关键技术及云服务相关产品的投入力度，在工业底层基础软件国产替代背景下，助力公司在电网、交通领域的三维 BIM 底层技术的卡位以及云服务模式的转型。

风险提示

政府财政支出不及预期：疫情下政府财政趋紧，可能影响 IT 支出。

经济下行超预期：经济超预期下行可能影响各行业企业投资。

行业竞争超预期风险：目前计算机诸多赛道仍处于快速发展期，技术迭代与产品价格竞争加剧将影响竞争格局。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
邮编：100032
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com