

# 计算机

## 如何看本次计算机半年报

**2021H1 计算机行业营业总收入同比增长 23.28%，相比 2019H1 复合增长率为 7.33%。**其中，龙头表现显著领先于板块整体。1) 分季度来看，2021Q2 计算机板块营业总收入同比增长率达到 18.73%，在 2020Q2 14.69% 的基础上保持了良好的增长态势。2) 分结构来看，取计算机行业市值前十的公司为龙头组合，计算机龙头收入表现从 2020Q2 开始显著领先板块，2021Q2 按市值加权的营业总收入同比增长率达到了 27.89%。3) 净现金流角度，龙头企业表现同样占优，总体而言营收质量较高。

**中小市值公司而言，经济修复趋势延续，估值因素与低行业占比提供反弹基础。**从公募基金重仓股持股比例来看，即使有科创板的影响，2021Q1 申万计算机行业公募基金重仓占比下降至 3.3%，处于历史底部区域；行业景气加速，2021 年前 4 月软件行业收入同比增速达到 25%，为近年最高水平，头部公司抗风险能力更强，与中小盘个股受疫情冲击造成的营收增速差有望收敛，在景气加速同时，根据我们中期策略统计，中小市值公司 2021 年平均估值为 27 倍，处于历史极低水平。

**围绕产品化/云/人工智能的产业升级是行业的中长期主线，计算机行业可能成为好公司的摇篮。**1) 新技术是产业升级的核心驱动力。2013 年后，几乎所有领先企业均聚焦云计算、大数据、AI 等领域；2) 新技术刺激需求加速释放，如 ERP、CRM、协同办公等 SaaS 产品快速发展，同时内嵌 AI 功能，产品竞争力显著提升，涌现出诸多营收、市值高速增长企业；3) 国内计算机行业新技术带来的变化已逐步显现。头部公司营收、财务特征已现明显变化，计算机有望成为好公司摇篮。

**AI 赛道半年报数据亮眼，行业景气度高企。**AI 赛道 2021 上半年表现亮眼，核心公司海康威视、大华股份、科大讯飞、中科创达的收入和归母净利润相对 2020H1 出现明显加速，海康威视上半年收入及利润同比增速均达到 40% 左右，行业景气度高企。同时随着 AI 技术给越来越多的企业带来针对传统管理方式、企业运作流程的改善，AI 赛道公司的产业链议价能力提升，使得其经营性净现金流、预收账款（合同负债）呈现持续增长之势。

**网安各领军厂商营收增速延续高增，全年有望维持高景气。**1) 其中天融信、启明星辰等营收同比均有 60% 以上增幅，同比 19Q1 多实现 35% 以上增幅，剔除疫情影响，安恒信息（+74.34%）、深信服（+65.88%）同比增幅领先，需求结构方面，“云大物智移”等新场景需求快速增长，从目前招采网订单跟踪，考虑订单转化周期与护网行动节奏，网安行业全年有望高景气。2) 数据安全位处产业前夜，互联网及企业数据安全监管趋严，相关订单高增确定性加强，卫士通数据安全解决方案完备且富有竞争力，作为中国网安旗下唯一上市公司，有望成为数据安全及隐私计算最受益标的。

**A 股云计算领军转云过程持续推进，云产品已成为国内企业必需品。**1) 云上游而言，以浪潮信息、中科曙光为代表的领军公司收入增速较为平稳。随着云计算持续渗透，云厂商对底层 IT 的建设支出也将不断加大，近期 Intel 及 AMD 相关业务趋势逐步向好，云上游服务器厂商有望即将迎整体行业需求拐点。2) 云应用而言，进入 2021 年，A 股云领军收入依旧保持快速扩张态势。我们判断，疫情改变的并不是短期的云计算使用率，而是从长期上改变了企业和员工的工作方式，让企业意识到线上化和云化能够从根本上提升企业运行的效率，云计算将成为长周期最佳成长赛道。

**工业软件及工业互联网产业加速发展可期，龙头中报验证产业高景气度。**1) 工业软件是基础“卡脖子”技术，国产替代乃大势所趋。结合目前的产业发展以及国内外宏观环境等因素，我国工业软件的发展受到的关注逐渐增多，资源加速向龙头企业聚集，当前政策环境非常友好，产业加速发展可期。具体公司而言，工业软件赛道中报优秀，核心客户带动产品迭代提速。2) 在产业升级、人口结构变化等大背景下，智能制造趋势加速来临，赛意信息、国联股份等龙头公司收入均保持高速增长。

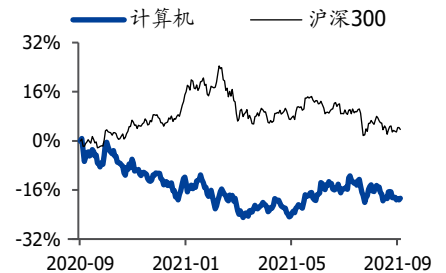
**金融 IT 受益资本市场大发展趋势，领军公司持续高速增长。**1) 证券 IT：资本市场大发展趋势来临，2021H1 两市总成交额同比增长 19.87%；公募基金发行量同比增长 86.08%，其中主动权益型同比增长 104%。未来几年资本市场发展态势仍将持续，政策红利有望继续推出，互联网资管以及金融 IT 领军公司都将明确受益。2) 银行 IT：行业需求周期、金融系统自主可控以及云渗透深入，带动行业进入加速点。领军企业长亮科技等将显著受益。

**信创进入景气周期，下半年业绩预计继续兑现。**2021Q1 起信创板块各细分领军公司业绩处于明显上升趋势。虽然疫情带来的基数影响是重要因素，下游党政、八大行业企业需求拐角来临更加关键，我们认为行业整体有望进入 2-3 年的景气期。若基础软件类和芯片类公司在行业信创取得突破进展，则长期有望带动整个产业链企业。

**风险提示：**行业竞争加剧风险；政策力度不及预期风险；宏观经济风险。

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：特斯拉 AI DAY 再放大招，重视 AI 随大势回调下的机会》2021-08-21

2、《计算机：AI 赛道不断演绎，重视随大势回调下的机会》2021-08-14

3、《计算机：强推 AI，智能时代加速到来》2021-08-11



## 内容目录

计算机半年报说明了什么.....	4
AI: 龙头业绩持续超预期, 行业景气度高企.....	9
网安: 高景气延续, 新领域需求快速释放.....	20
云计算: 长周期最佳成长赛道, 转云进程持续推进.....	23
工业软件与工业互联网: 政策环境友好, 产业加速发展可期, 龙头公司中报验证产业高景气度.....	29
金融IT: 领军公司超预期高增, 资本市场大趋势下长期确定性可期.....	32
信创: 产业进入景气周期, 下半年业绩预计继续兑现.....	34
风险提示.....	35

## 图表目录

图表 1: 2019Q1-2021Q2 单季度营业总收入同比增长率.....	4
图表 2: 2019Q1-2021Q2 计算机板块单季度归母净利润同比增长率.....	4
图表 3: 计算机行业基金配比持续下行.....	5
图表 4: 中国计算机行业典型发展过程.....	6
图表 5: Adobe Sensei 功能.....	7
图表 6: 2013-2020 年 Adobe 单季度收入变化.....	7
图表 7: 各细分领域头部公司在新技术上的投入.....	8
图表 8: 软件发展的本质是行业知识与技术不断迭代.....	9
图表 9: AI 领军企业营收同比增速.....	9
图表 10: 小度智能屏在智能语音识别方面的优势.....	10
图表 11: 成都高新区智慧城市大脑.....	11
图表 12: 平安智能客服降本增效能力.....	11
图表 13: 2009-2020 年全球数据生成量.....	12
图表 14: 海康威视智慧监控系统.....	12
图表 15: 海康威视收入数据 (2015-2021H1, 单位: 元).....	13
图表 16: 海康威视归母净利润数据 (2015-2021H1, 单位: 元).....	13
图表 17: 海康威视存货数据 (2015-2021H1, 单位: 元).....	14
图表 18: 海康威视 PBG/EBG/SMBG 业务数据 (2019H1-2021H1, 单位: 亿元).....	14
图表 19: 海康威视创新业务收入数据 (2019H1-2021H1, 单位: 亿元).....	15
图表 20: 海康威视创新业务收入占比 (2018-2021H1).....	15
图表 21: 海康威视经营性净现金流数据 (2019H1-2021H1, 单位: 亿元).....	16
图表 22: 海康威视合同负债数据 (2015-2021H1, 单位: 元).....	16
图表 23: 海康威视人均产出数据 (2015-2020 年).....	17
图表 24: 海康威视各费用率数据 (2015-2021H1).....	17
图表 25: 科大讯飞智慧教育业务主要功能板块.....	18
图表 26: 中科创达整体业务布局.....	19
图表 27: 中科创达智能网联汽车业务概览.....	20
图表 37: 网安产品增速与宏观经济增速弱相关.....	21
图表 38: 中国网络安全市场规模.....	21
图表 39: 网络安全领域重要政策法规梳理.....	21
图表 40: 2016-2021 中国云安全市场产值.....	22

图表 41: 信息安全漏洞产生原因 .....	22
图表 42: 国家信息安全漏洞报送数量 (个) .....	22
图表 43: 2021H1 各网安领军营收增速 (%) .....	23
图表 28: 2020Q1-2021Q2 海外云厂商云业务收入同比增速 .....	24
图表 29: 2020Q1-2021Q2 海外云厂商资本支出 (单位: 百万美元) .....	24
图表 30: 2020Q1-2021Q2 Intel DCG 板块收入 .....	25
图表 31: 2020Q1-2021Q2 Intel DCG 板块细分客群收入同比增速 .....	25
图表 32: 2018Q3-2021Q2 AMD 计算和图形板块收入 .....	26
图表 33: 云上游主要公司 2021H1 及 2021Q2 业绩 .....	26
图表 34: 2021H1 及 2021Q2 云领军业绩情况 .....	27
图表 35: 2020/9-2021/9 A 股云领军 PS (TTM) .....	27
图表 36: 美股云计算公司 2 年后市盈率进入可接受范围 .....	27
图表 44: 2021H1 及 2021Q2 工业软件及工业互联网主要公司业绩 .....	31
图表 45: 2021H1 及 2021Q2 证券 IT 主要公司业绩 .....	33
图表 46: 2021H1 及 2021Q2 银行 IT 主要公司业绩 .....	34
图表 47: 2021H1 及 2021Q2 信创主要公司业绩 .....	35

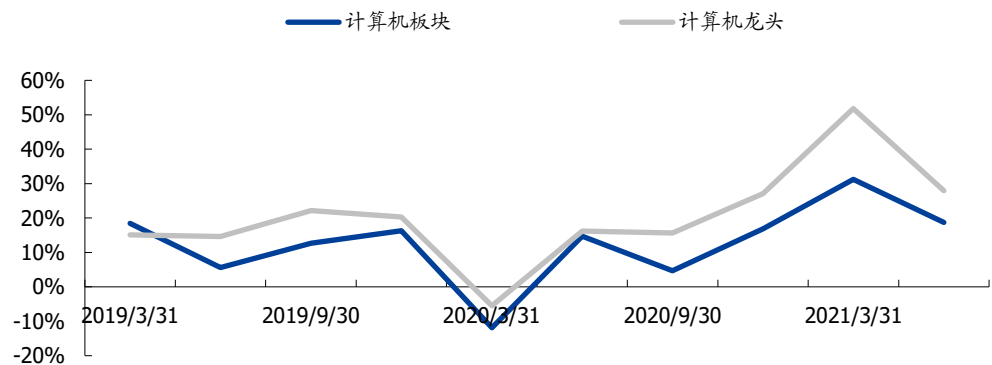
## 计算机半年报说明了什么

**2021H1 计算机行业营业总收入同比增长 23.28%，相比 2019H1 复合增长率为 7.33%。**其中，龙头表现显著领先于板块整体。

分季度来看，2021Q2 计算机板块营业总收入同比增长率达到 18.73%，其中值得注意的是，2020Q2 时期，相关上市公司已从疫情中快速恢复，当期收入同比增长率达到 14.69%，故而 2021Q2 同比数据具有较大的参考价值。

分结构来看，取计算机行业市值前十的公司为龙头组合，计算机龙头收入表现从 2020Q2 开始显著领先板块，2021Q2 按市值加权的营业总收入同比增长率达到 27.89%，其中海康威视（34.17%）、科大讯飞（29.82%）、宝信软件（29.24%）、金山办公（45.67%）等，增速表现均较为稳健。

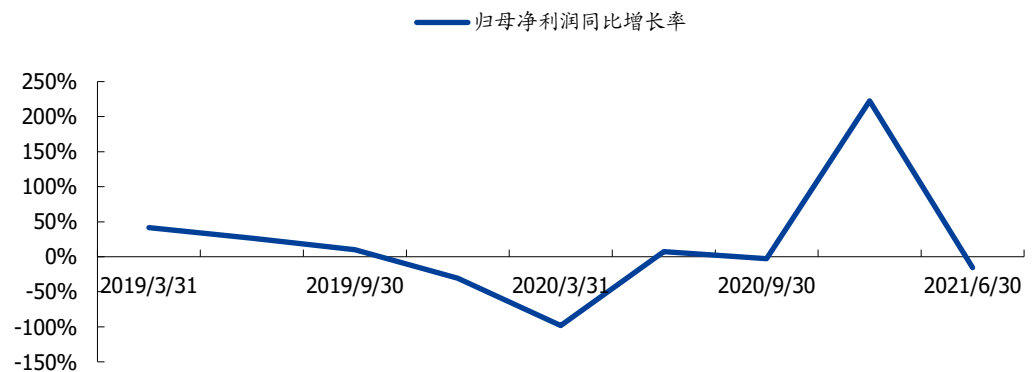
图表 1: 2019Q1-2021Q2 单季度营业总收入同比增长率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 龙头为 2021 年 9 月 3 日市值排名前十的公司组合)

**2021H1 计算机行业归母净利润同比增长 16.68%，Q2 单季度利润受季节性影响同比下降 15.75%。**单季度来看，2021Q2，计算机板块归母净利润同比下降 15.75%。由于历史上上半年在计算机行业全年利润占比较小，上半年一般处于投入期，成本、研发、费用等确认影响较大，参考价值相对较低。

图表 2: 2019Q1-2021Q2 计算机板块单季度归母净利润同比增长率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 受上年疫情影响基数较低, 2021Q1, 板块归母净利润同比增长率达到了 3543.68%, 图中未体现)

净现金流角度，龙头企业表现同样占优，总体而言营收质量较高。单季度来看，2021Q2，



经营性现金流净额同比增长率方面，海康威视（-1.75%）、科大讯飞（110.29%）、宝信软件（17.51%）、金山办公（66.61%）。另外，用友网络、恒生电子等受支付职工薪酬增加、加大研发等影响，现金净流出扩大。

中小市值公司而言，经济修复趋势延续，估值因素与低行业配比提供反弹基础。经济修复趋势延续，TMT 等低估值成长板块景气度持续改善，根据万得一致预期，截至 2021 年 5 月 29 日，申万计算机行业 180 亿市值以下的公司平均 2021 年预计市盈率约为 27 倍。1) 随着疫情防控的成效持续显现，国内经济复苏势头不减，内生动力增强，市场需求不断改善，加之上年基数较低等因素共同作用，一季度我国国内生产总值同比增长 18.3%。从环比看，剔除季节因素，一季度国内生产总值比上年四季度环比增长 0.6%，延续逐季复苏态势。从今年和去年两年平均增速看，一季度国内生产总值两年平均增长 5.0%，正逐步接近正常增长水平。2) TMT 行业估值目前处在相对较低的水位，计算机、传媒、通信市盈率水平的一年分位数分别维持在 10.61%、7.76%、28.16% 的低位。与此同时，计算机行业景气度持续改善，根据工信部数据今年 1-4 月中国软件和信息技术服务业延续稳定恢复态势，业务收入同比增长 25.0%，近两年复合增长率为 11.7%，保持快速增长；利润总额增长平缓，2021 年 1-4 月全行业利润总额同比增长 20.5%，近两年复合增长率为 8.5%；同时从业人数同比增长 5.8%，工资总额同比增长 11.0%，呈现稳定提升，印证了计算机行业景气度的持续改善。

图表 3: 计算机行业基金配比持续下行



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

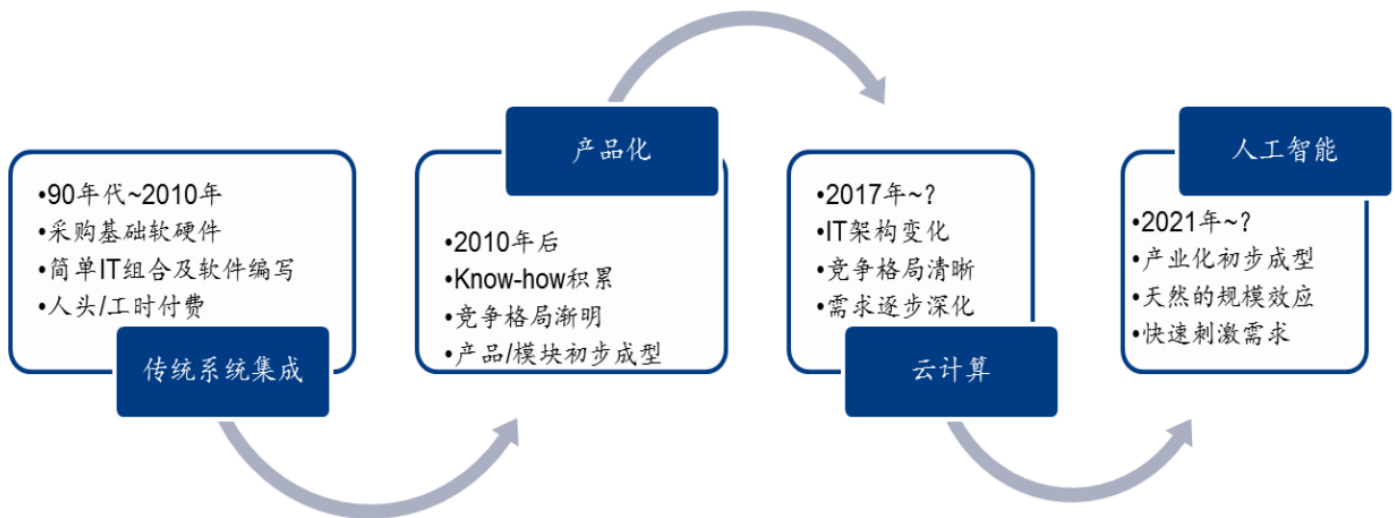
围绕产品化/云/人工智能的产业升级实际上是当前内在的行业主线，计算机行业可能成为好公司的摇篮。我国典型的计算机行业公司发展经历三个阶段：传统系统集成—模块及产品化—平台型产品阶段，目前大多数仍停留在第一、第二阶段。2013 年后对于云计算、大数据、人工智能的投入推动了 IT 公司的产业升级，近两年效果开始显现。除开供给刺激需求外，三大技术最本质的商业影响均为规模效应，而规模效应是具有长期投资价值公司出现的必要条件，计算机将是未来好公司的摇篮，计算机应用行业历年的营业收入增长也体现了相应特性。

传统系统集成是国内 IT 产业发展的最初形态，竞争格局不明，业务周期性强。我国基础软硬件及工具类产品总体发展在 90 年代，产品成熟度及生态落后于海外。大多数 IT 公司初始业务为承担相关甲方的项目总包，采购基础软硬件并进行 IT 组合及简单的软件编写，通常以人头/工时形式付费。在集成时代，政策类需求（政府、军工、金融、能源等）占主导地位，业务周期性较强。且不同公司均以人工费收入为主，产品无差异化，渠道资源占主导，头部公司无业务优势，竞争格局不明。

行业 Know-how、IT 迭代下模块及产品化出现，竞争格局渐明。2010 年后，随着服务的深入，部分优秀的公司在解决不同客户需求的同时发现了其中的共性，并投入研发形成了局部的模块、产品，相较于其他公司业务产品优势不断扩大，竞争格局逐步清晰，议价权产生。典型代表为恒生电子、卫宁健康、石基信息，而这些公司也在快速向第三

阶段跃迁，恒生的 O45、卫宁的 WINEX、石基的云 PMS 等产品都在加速打磨、推广期。**云转型加速，平台型产品加速涌现，规模效应显现，可投资性增强。**2017年后，由于技术变革，IT 底层架构快速变化，集约化的需求以及 SaaS 产品易部署特征导致相关产业链逐步出现众多类平台产品，如工具软件、云原生系统等产品。这些产品使整体产品性能快速提升，客户需求不断被解决，领军公司优势及议价权加大，收费模式由项目制向订阅费迁移。持续深化的信息化需求以及清晰的竞争格局极大提升领军公司的可投资性。典型公司如金山办公、广联达、金蝶国际、用友网络、深信服、安恒信息等。**人工智能进入产业化元年，天然具有规模效应。**2006 年的深度学习算法不断演进，2015-2017 年全球科技企业加大对人工的投资，之后经历 3 年的遇冷、洗牌，领军公司产品不断进化，目前已在多个领域出现极大提升社会效率的方案，且渗透率在快速提升，行业进入产业化元年。人工智能领军公司具有行业 KNOW-HOW，数据优势，在产品迭代进化中可保持持续领先，行业天然的规模效应使得领军公司有望具有极强的可投资性。

图表 4：中国计算机行业典型发展过程



资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

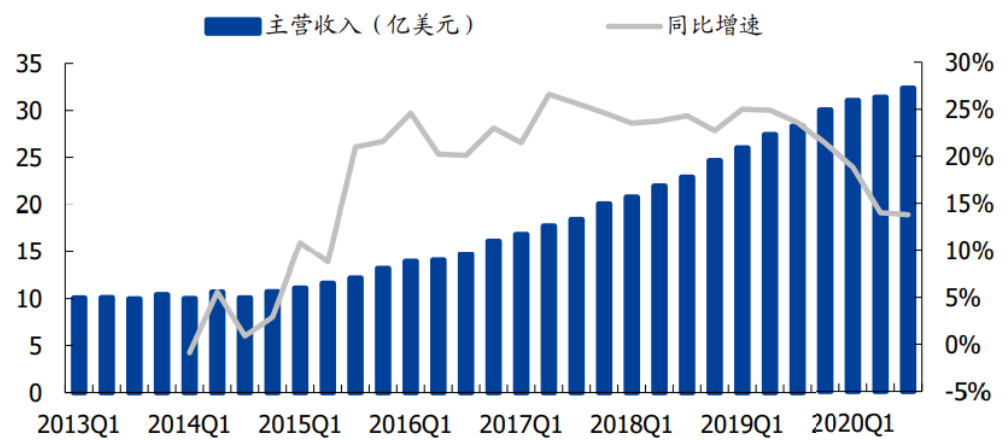
**新技术是产业升级的核心驱动力。**2013 年以后，几乎所有领先企业都投向云计算、大数据、人工智能的怀抱，从各大公司的公告中均可获得诸多信号。**新技术刺激需求的加速。**以工具类产品为例，Adobe 在转云后使得新技术能更快应用于产品当中，2012 年开始转云，2016 年推出 AdobeSensei，叠加人工智能功能，效率提升。相应地，其营业收入也从 2015H2 起不断攀升。**国内计算机行业新技术带来的变化已逐步显现。**新技术已经带来头部公司明显业务、财务变化。截止 2021Q2，广联达合同负债达到 19.52 亿元。根据采招网统计，2020 年科大讯飞在政务及教育方面的订单同比增长达到 88.79%。

图表 5: Adobe Sensei 功能

功能	具体内容
Sensei+Creative Cloud	更快的搜索。使用深度学习帮助快速找到适合项目的资产。
	省时的创建。可处理耗时的任务。
	惊人的特效。立即对齐并点亮 3D 场景以匹配 Dimension 中的背景图像，在 Illustrator 中有组织地修改对象。
Sensei+Experience Cloud	预测分析。借助异常检测、贡献分析和细分比较等功能，提醒真正重要的事。
	管理和个性化。为资产添加元数据，推荐优惠，并为不同渠道生成更短的副本版本。
	优化广告支出。预测工具可提供智能洞察，更充分地利用广告支出。
Sensei+Document Cloud	快速填充表单。表单字段识别基于对表单上的文档、属性和这些属性的相对位置的分析来检测表单字段候选。
	清理文档和边界。拍摄文档照片时，Adobe Scan 可以检测边界，自动清理和删除阴影，以改善该文档外观和文档中的文本质量。
	定位文档。可以轻松识别和选择照片库中的文档图像，以便快速将其转换为 PDF。

资料来源: Adobe 官网, 国盛证券研究所

图表 6: 2013-2020 年 Adobe 单季度收入变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 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: 各公司财报、官网国盛证券研究所

软件发展的本质是行业知识与技术的不断迭代。无论是传统 IT 还是目前的云架构。软件行业的发展都是不断抽象出相关行业可解决的问题, 然后运用技术的发展去迭代产品, 提升产品功能与客户体验。

**三大技术的商业特征均为规模优势。** 1) 从云计算来看, 更多的客户会带来更多的 Know-how 梳理, 同时统一的开发平台提高了产品迭代速度, 去渠道化提升了公司的护城河与议价权。2) 大数据与人工智能一方面深化了 IT 的广度与深度, 另一方面更多的客户会带来更多的数据, 遇到更多的问题去解决也提升了产品的普适性, 从而获得更多用户。

**结构与需求共舞, 计算机将会出现越来越多的优质公司。** 有规模优势的行业才能出现适合长期投资的优质公司, 从传统集成向平台产品升级的过程必将带来越来越多的优质公司。



图表 8: 软件发展的本质是行业知识与技术不断迭代

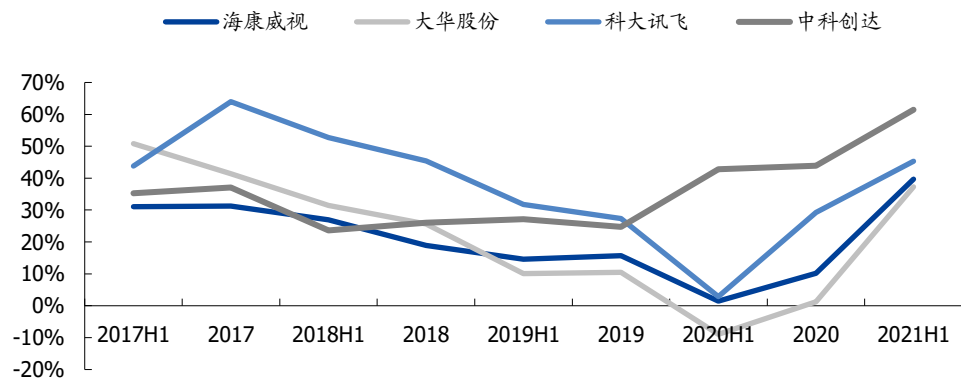


资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

## AI：龙头业绩持续超预期，行业景气度高企

以海康威视为代表的 AI 领军半年报业绩超预期，AI 产业景气度高企。海康威视 2021 年半年报营收增速达到 40.17%，扣非后归母净利润亦同比增长 39.39%，业绩符合我们前期预期，大超市场预期。除了海康以外，大华股份、中科创达、科大讯飞亦高速增长，2021 年半年报营收同比增速分别达到 37.27%、61.44%、45.28%，已经逐步走出疫情影响，印证了 AI 产业的景气度加速。

图表 9: AI 领军企业营收同比增速



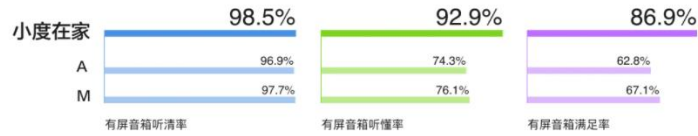
资料来源：公司财报，国盛证券研究所

人工智能已进入产业化阶段，落地范围遍布 C/B/G 端。

1) 面向 C 端：满足消费者日常使用需求的 AI 产品不断涌现，触及日常生活的各个方面。从事语音识别的科大讯飞开发出的录音笔，在传统录音功能以外，还添加了基于智能语音识别的实时语音转文字功能，为各类语音文字整理工作提供了极大便利。由百度开发的小度智能屏则是全能型智能生活助手，覆盖休闲生活、教育学习、儿童益智等各领域，兼具了眼神/手势控制、宠物儿童移动抓拍、智能家居操控等功能，其对话式人工智能交互系统智能度高达 80%，有屏音箱听懂率高达 92.9%。

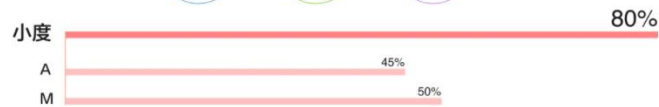
图表 10: 小度智能屏在智能语音识别方面的优势

小度在语音识别、自然语言处理、用户需求  
更能听清，更能听懂，更满足全家需求



\* 数据来源: 中科院物联网研究发展中心

对话式人工智能交互系统智能度



资料来源: 小度官网, 国盛证券研究所

**2) 面向 B 端: 人工智能技术赋能各行各业前中后台。**在金融业前台, 工商银行、中国平安等机构陆续上线了智能客服机器人, 降低人工成本; 中台方面, 智能投顾开始出现, 招商银行“摩羯智投”已经拥有 15 万用户, 规模突破 100 亿; 后台则有智能风控等操作。在其他企业, AI 也被广泛应用于用户画像、个性化推送等方面。阿里智能推荐系统在 2017 年“双十一”为用户生成专属货架 567 亿个, 研究表明, 个性化页面的销售转化率比传统页面提升 20%。

**3) 面向 G 端: 国内各地政府也在通过建设一站式服务平台、城市大脑等方式积极推进政务智能化。**深圳公安局将传统的窗口“面对面”排队向网上办理转变, “刷脸”就可以进行户政办理, 同时基本建成全市统一的政务信息资源共享体系, 汇集 29 家单位的 385 类信息资源、38 亿多条数据, 为政务服务全面智能化提供数据支持。成都高新区智慧城市大脑目前接入数据 9 亿多条, 在将各个部门的数据打通、实现汇聚之后, 通过人工智能等新型信息技术, 可以在大屏上呈现分析结果, 给办事的企业和群众提供精准画像, 职能部门可借助数据分析结果判断能否实现之前的承诺, 极大提升了成都高新区城市感知、监控预警、应急响应、科学决策能力。

图表 11: 成都高新区智慧城市大脑



资料来源: 腾讯新闻, 国盛证券研究所

**AI 技术边际成本极低, 本身自带规模优势。**与所有软件类似的, AI 运用的边际成本极低, 故而以人工智能替代人力必定具有规模效应, 可以显著降本增效。根据哈佛商业评论报道, 在 AI 的帮助下, 美联社将公司季度报告中的报告数量从大约 300 个增加到 4400 个, 使得记者可以腾出更多时间来撰写调查报告和解释性报告。再比如平安开发的智能客服机器人, 目前已经广泛应用于平安银行, 具备语义分析能力与自主学习能力, 能够不断扩充知识库, 代替人力自动完成了解产品、注册用户、申请服务、提交材料等大量前端常规业务流程。根据官网数据, 平安智能客服机器人问题识别率高达 95%, 可以提升客服效率 88%, 提升订单转化率 35%。截止 2019 年, 平安智能语音机器人已覆盖集团 83% 的金融销售场景、81% 的客服场景, 全年累计服务量达 8.5 亿次, 可实现每年坐席成本下降 11%。

图表 12: 平安智能客服降本增效能力

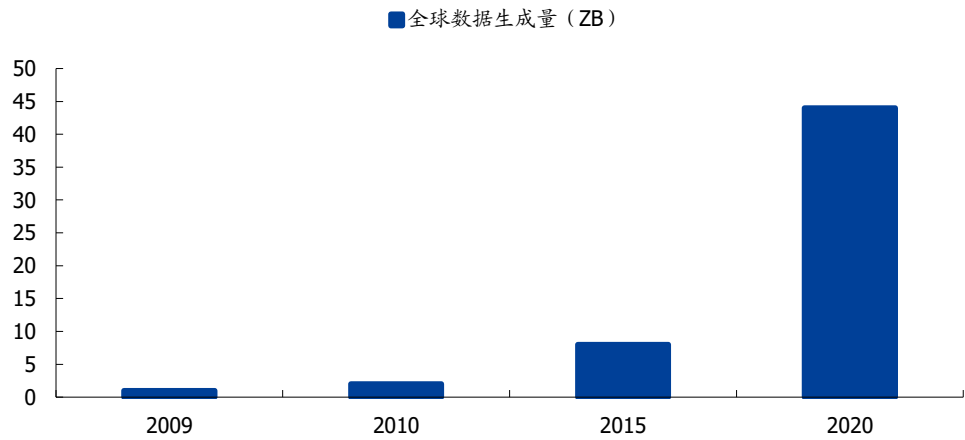


资料来源: 平安云官网, 国盛证券研究所

**海量数据是 AI 必不可少的训练素材与基础条件。**1) 在人工智能的商用发展中, 使用高质量和高关联度的数据训练人工智能可以快速的提高人工智能算法的准确性, 使其更快更准确的应用到更多的行业中。自 2000 年以来, 互联网和个人移动设备产生了海量的数据, 伴随着物联网技术的强势发展, 更大规模的数据将会产生。据 IDC 估算, 全球数据总量预计 2020 年将达到 44ZB, 中国的数据量将占全球数据总量的 18%, 在 2020 年达到 8060EB (约等于 7.9ZB)。2) 随着机器视觉、语音识别等技术的发展, 海量的非结

结构化数据进一步增加。一方面庞大的数据超越人力处理的极限，另一方面海量数据也是训练机器学习算法的基础。对于AI来说，想要进行机器学习，首先必须要有学习的原材料，即海量数据。在缺乏数据的情况下，AI想要发展得好，便有如巧妇难为无米之炊。

图表 13: 2009-2020 年全球数据生成量



资料来源: IDC, 德勤, 国盛证券研究所

**拥有更多数据积累与行业 Know-how 积累的头部厂商能够获得更好的 AI 训练结果。**1) 许多行业具有复杂的碎片化应用场景，不同场景下的行业 Know-how 实质上构成专业壁垒。头部大厂往往有较为庞大的产品及平台团队，能够针对碎片化的需求，开发出成千上万针对不同场景的产品和系统并不断迭代，适合搭载 AI 实现细分领域的智能化。2) 由于海量数据是 AI 自我迭代不可或缺的基础，拥有更多客户的头部厂商天然拥有更多的迭代机会，天然拥有更多数据积累；而这些拥有数据积累的头部厂商将获得更好的 AI 训练结果，并从 AI 赋能中率先获益。例如，中国平安在音频方面拥有大量积累，95511 客服以每天服务客户 96 万次，年接触客户 3.5 亿次的速度累积了上亿条声音的庞大数据库，作为日后声纹识别训练的样本库，最终助力平安的声纹识别技术实现 1 秒内高达 99.7% 的精准度。再譬如全球安防龙头海康威视，具备庞大的设备存量与数据积累，因此可以基于深度学习技术推出了 AI 智能摄像机等一系列智慧监控产品：它们可以支持人脸识别、人员行为分析、人体属性分析、人脸动态对比等多种智能检测，通过不断的机器学习和自我迭代，具备比人脑更精准的安防大数据归纳能力。

图表 14: 海康威视智慧监控系统



资料来源: 海康威视官网, 国盛证券研究所

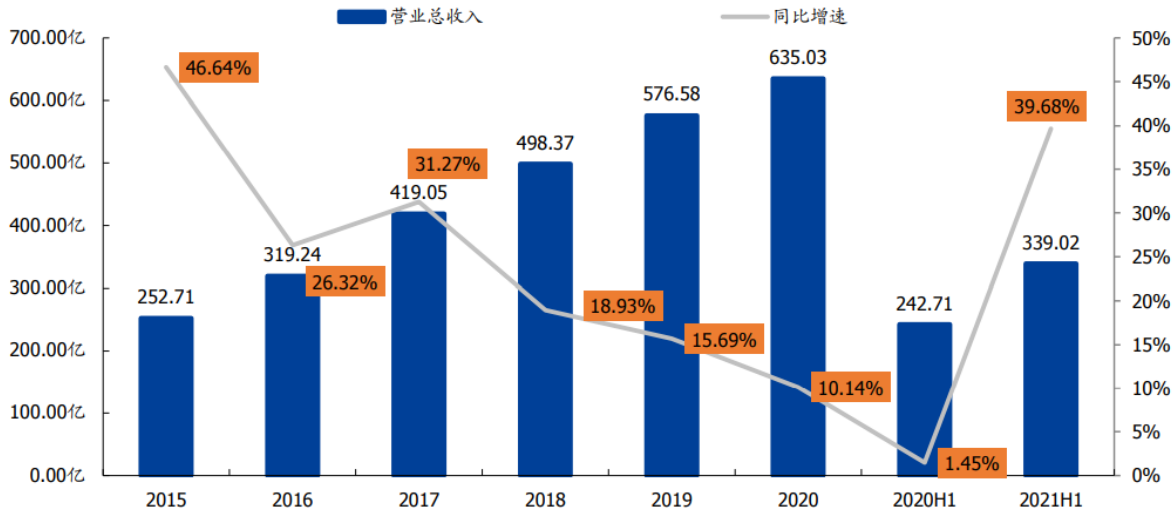
### 1、海康威视

海康威视于 2021 年 7 月 23 日发布 2021 年半年报，实现收入约 339.02 亿元，同比增长



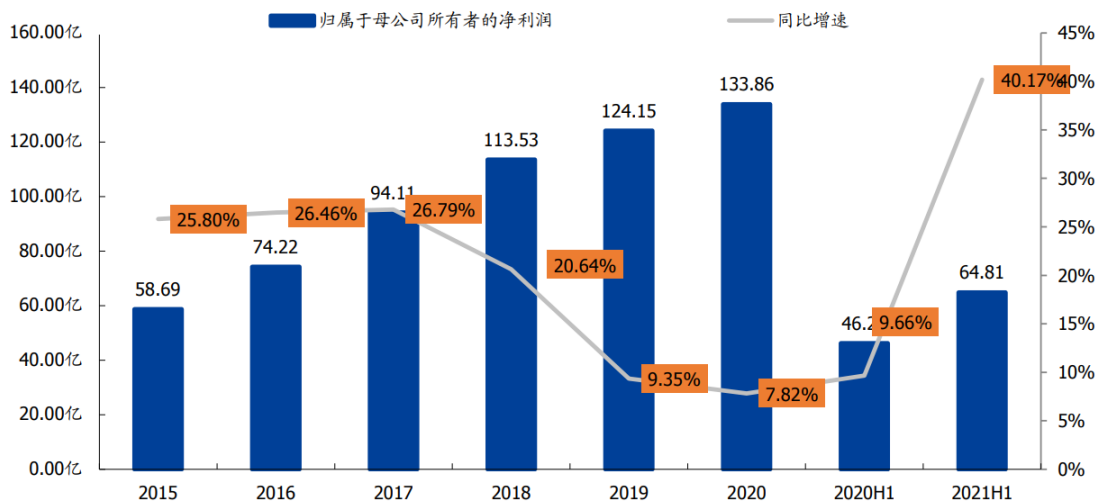
39.68%，实现归母净利润约64.81亿元，同比增长40.17%，实现扣非后归母净利润62.21亿元，同比增长39.39%，业绩符合我们前期预期，大超市场预期。

图表 15: 海康威视收入数据 (2015-2021H1, 单位: 元)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

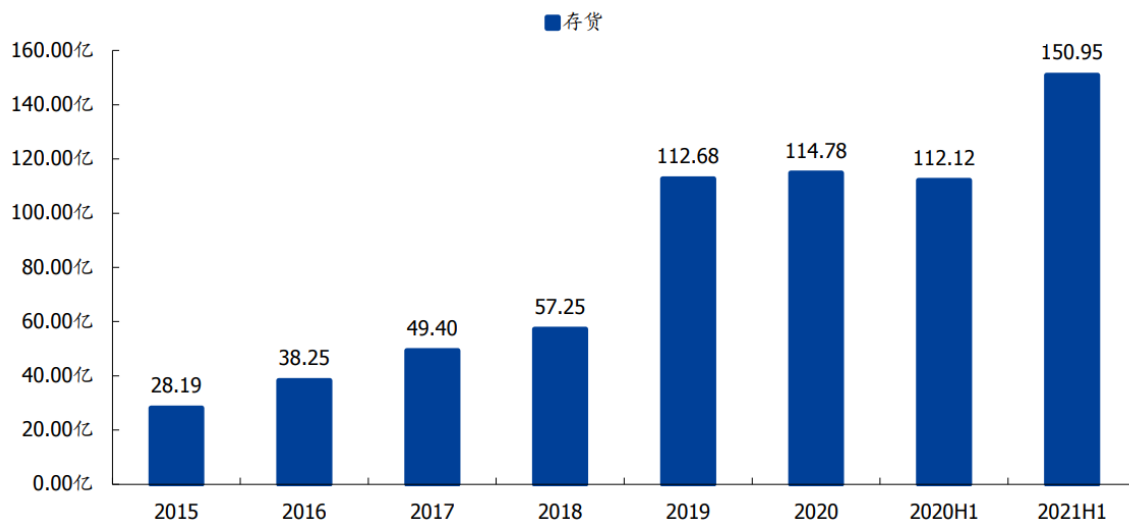
图表 16: 海康威视归母净利润数据 (2015-2021H1, 单位: 元)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

**高水位库存保障供应链安全，长期安全边际进一步提升。**2021年上半年，公司通过持续的高水位库存策略以及紧密的供应商合作关系，应对紧张的供应链环境和海外政治不确定性，期末存货达到历史高位约151亿元，环比继续增加约18亿元，为未来的产品和方案交付打下基础。

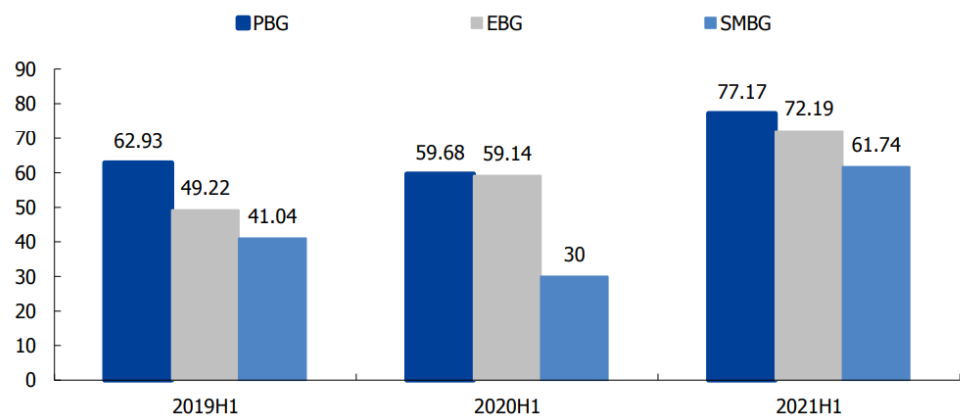
图表 17: 海康威视存货数据 (2015-2021H1, 单位: 元)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

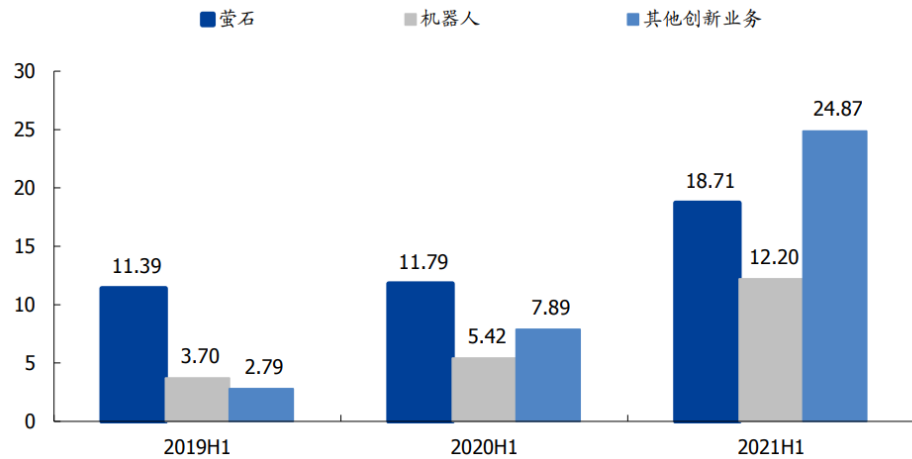
**EBG 持续打开成长空间, 创新业务加速推进。**考虑到 2020 年疫情带来的业务冲击, 我们以 2019 年 H1 数据为基础, 公司最近 2 年的 PBG/EBG/SMBG 收入的 CAGR 分别为 10.7%/21.1%/22.7%, EBG 在 2020 年 H1 “一枝独秀” 的情况下依旧保持了非常稳健的增速, EBG 业务打开更加广阔的市场空间、带来更强的客户黏性, “此项目制非彼项目制”。同时, 公司的创新业务板块持续加速推进, 上半年收入达到 55.78 亿元, 同比增长高达 122.2% (其中机器人收入高增 125%、其他创新业务收入高增 215%), 且萤石网络分拆上市进入备案辅导期, 随着公司沿着光谱的波长通过多维感知技术拓展产品组合 (公司 5 月以来产品不断推陈出新, 据我们不完全统计就推出了矿用本安型热成像、明眸“全面屏”智能门禁、防爆气体检测摄像机、大车右转盲区检测预警系统、大师型手持热成像仪等横跨多个行业和领域的产品), 我们认为创新业务有望再造一个海康, 同时和 EBG 业务的持续深入将持续带来公司和传统安防硬件公司的市场刻板印象和估值体系的全面“脱钩”。

图表 18: 海康威视 PBG/EBG/SMBG 业务数据 (2019H1-2021H1, 单位: 亿元)



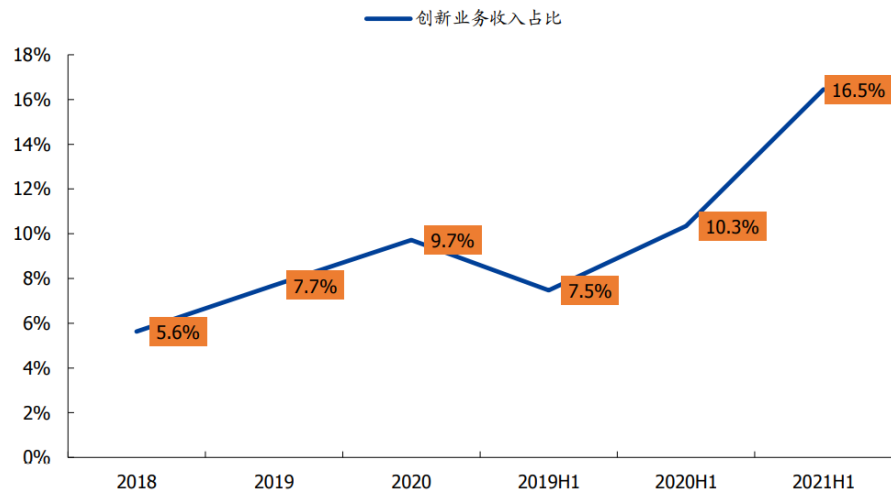
资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表 19: 海康威视创新业务收入数据 (2019H1-2021H1, 单位: 亿元)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

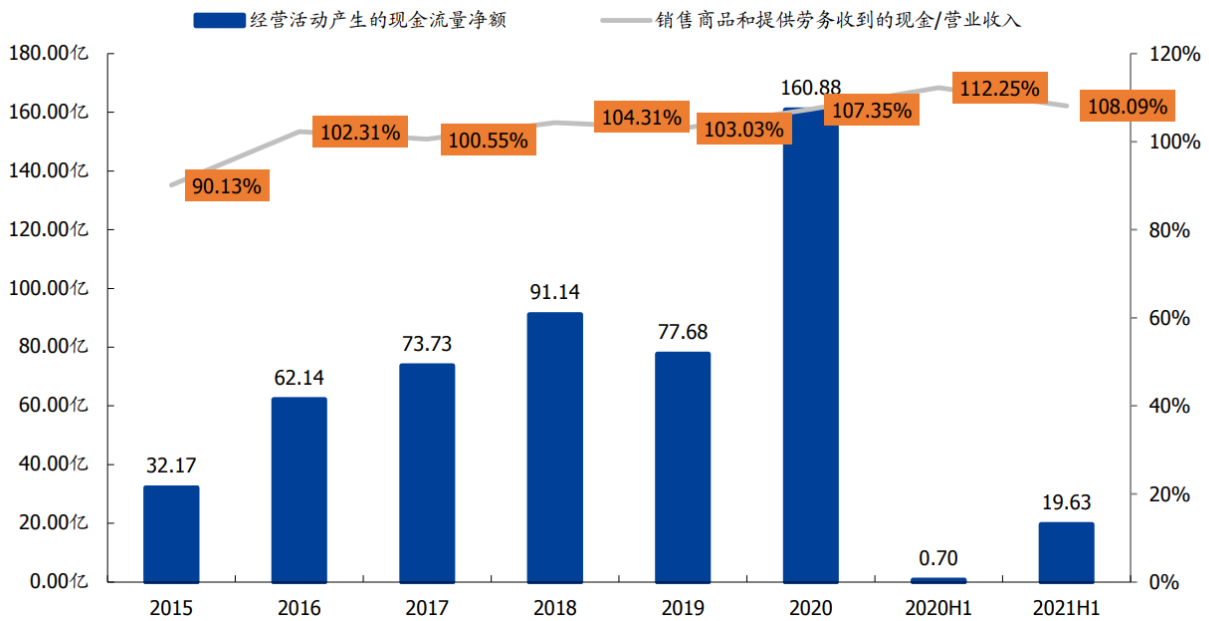
图表 20: 海康威视创新业务收入占比 (2018-2021H1)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

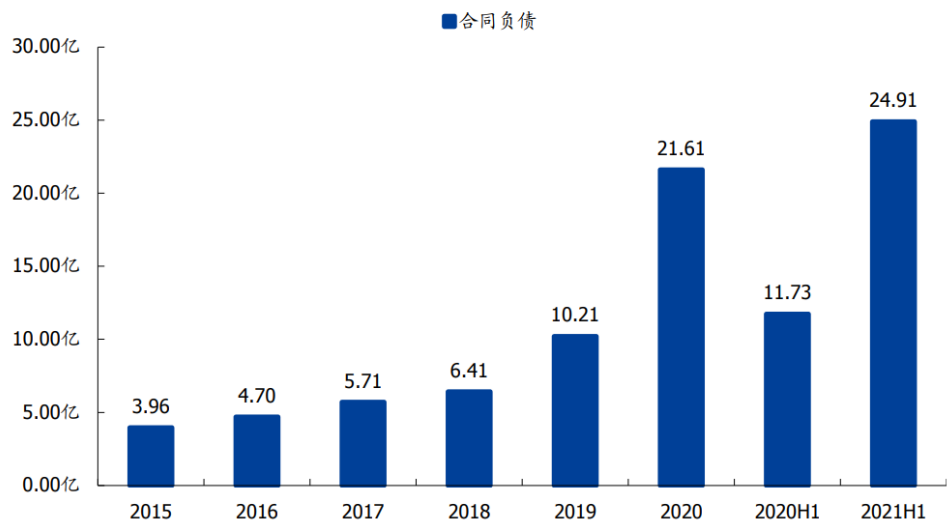
**现金流表现优异, 产业链议价能力强大。**公司 2021H1 经营性净现金流达到约 19.63 亿元, 大幅刷新历史最佳半年度数据, 收现比例 108% 维持高位, 合同负债 24.91 亿元持续新高, 同比增长 113%, 整体来看公司在供应链比较紧张的背景下依旧在产业链中保持了非常强的议价能力, 有望进一步带来估值溢价空间。

图表 21: 海康威视经营性净现金流数据 (2019H1-2021H1, 单位: 亿元)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表 22: 海康威视合同负债数据 (2015-2021H1, 单位: 元)

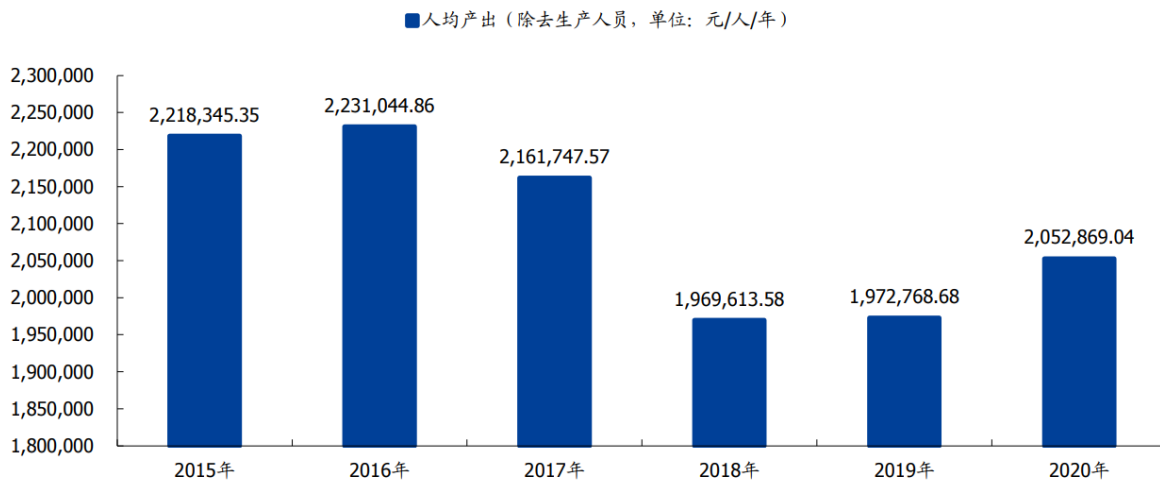


资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

费用率明显收缩, 符合战略推进方向。公司 2020 年剔除生产人员后的人均产出达到 205.3 万元/人, 扭转了 2016-2019 年这一数据的下滑趋势, 同比增加约 4%, 2021H1 的销售费用率同比下降 1.73 个 pct 至 12.36%, 管理费用率同比下降 0.96 个 pct 至 2.60%, 进一步验证了“统一软件架构+组织架构调整+AI 开放平台”三轮驱动所带来的研发效率提升和业内标杆案例复制速度的边际改善, 战略推进符合长期方向。

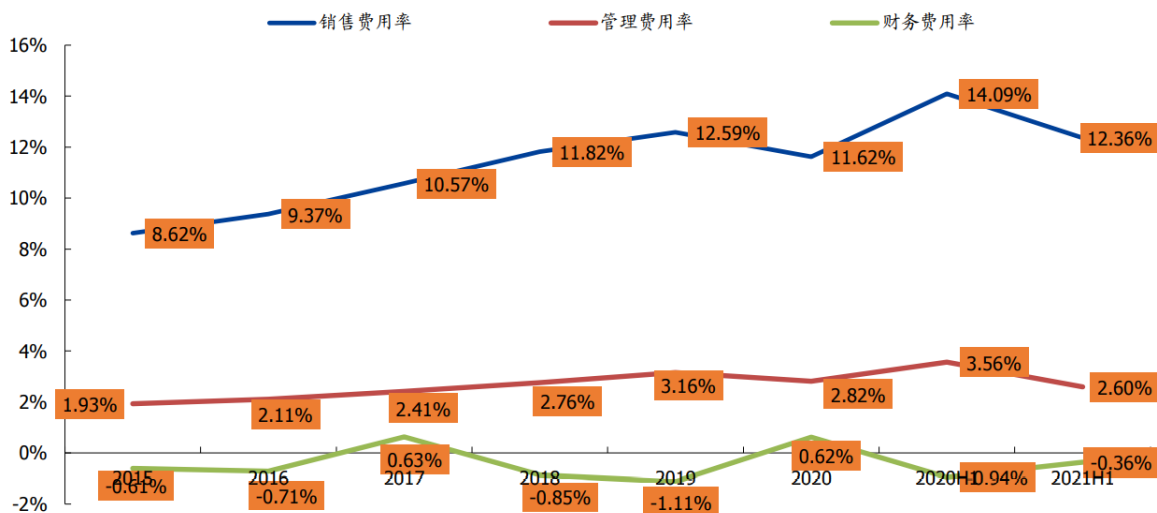


图表 23: 海康威视人均产出数据 (2015-2020 年)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表 24: 海康威视各费用率数据 (2015-2021H1)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

## 2、科大讯飞:

2021年8月23日晚, 公司发布2021年半年报, 实现收入63.19亿元, YoY45.28%, 实现归母净利润4.19亿元, YoY62.12%, 实现扣非后归母净利润2.09亿元, YoY2720.80%。中报业绩符合市场预期。

教育业务持续稳健增长, 开放平台生态不断丰富, 智能硬件、汽车和医疗业务步入正轨, 公司管理能力再上台阶。公司教育产品及服务板块收入17.3亿元, 从2019H1至今的收入CAGR为33%。由于教育业务的收入主要集中在下半年(2019/2020年的下半年收入分别为13.8亿元和27.0亿元), 叠加近期持续的教育政策催化, 预计下半年教育业务收入增速会更好。开放平台收入达到12.9亿元, 2019H1至今的收入CAGR为63.2%, AI开放平台已聚集超过220万开发者团队、330万生态合作伙伴, 据IDC发布的《中国人工智能软件及应用市场研究报告-2020》显示, 科大讯飞在中国人工智能语音语义市场稳居第一名。智能硬件、汽车和医疗业务分别增长40.7%、74.3%和34.2%, 各业务板块均开始逐步摆脱疫情的影响步入快速发展正轨。此外, 公司的人均产出同比提升15.8万元至57.4万元, 人均创利同比提升1.5万元至4.2万元, 内部管理能力持续迈上新台阶。

未来随着 AI 在各个场景的持续落地，公司的业务拓展有望持续加速。

图表 25: 科大讯飞智慧教育业务主要功能板块



资料来源：科大讯飞官网，国盛证券研究所

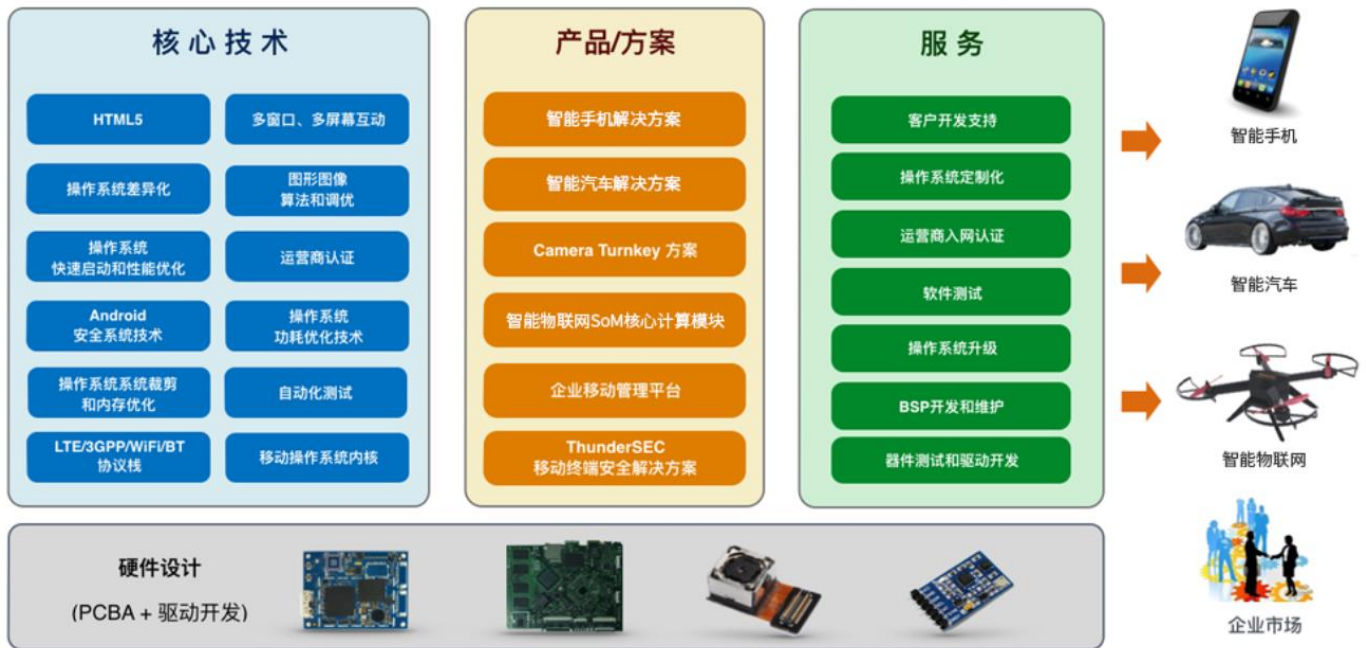
存货大增影响表观经营性净现金流，合同负债高增，为未来收入释放带来蓄水池。公司 2021H1 实现经营性净现金流-17.34 亿元，同比减少约 7 亿元，收现比例 90.94%，同比提升 10.66 个 pct。存货同比大幅增加 12.4 亿元，一定程度上拉低了经营性净现金流，其中存货主要增量科目为合同履行成本约 9.3 亿元，叠加合同负债大幅增加约 7.5 亿元至 16.7 亿元，都为未来的收入释放带来了蓄水池。

### 3、中科创达

2021 年 7 月 29 日，公司公布 2021 年半年报，实现营业收入 16.94 亿元，同比增长 61.44%，实现归母净利润 2.77 亿元，同比增长 58.85%，实现扣非后归母净利润 2.56 亿元，同比增长 64.98%，中报业绩符合市场预期。

智能软件、智能网联汽车和智能物联三大业务板块均保持快速增长，公司将长期受益于智能化产业浪潮。2021H1，公司传统的智能软件业务实现营业收入 7.28 亿元，较上年同期增长 30.21%，维持稳健增长；智能网联汽车业务实现营业收入 4.93 亿元，同比增长 70.06%。其中软件开发、技术服务收入 4.17 亿元，软件许可收入 7548.07 万元，软件许可收入较上年同期增长 92%。智能物联网业务实现营业收入 4.68 亿元，同比增速高达 137.23%。我们认为，公司作为操作系统底层技术和应用技术提供商，在当前无论是芯片、移动终端、汽车还是 IOT 物联网设备的智能化浪潮中，都将保持长期受益。

图表 26: 中科创达整体业务布局



资料来源: 中科创达官网, 国盛证券研究所

毛利率上行, 现金流表现优秀, 持续高研发投入拓宽护城河, 提升产业链议价能力。2021H1, 受到手机、汽车等业务毛利率提升以及汽车软件收入快速增长的影响, 公司毛利率达到 42.25%, 相比去年同期增长了 2.25 个 pct。考虑到 2021H1 存货同比增加 3.8 亿元的情况下 (今年供应链紧张的产业大环境, 以保障未来的产品交付, 主要增加项为原材料和合同履行成本)。2021H1 的经营性净现金流同比减少仅约 1.95 亿元, 收现比例依旧高达 113.9%, 合同负债同比增加 1.09 亿元, 体现了强大的产业链议价能力。2021H1 研发投入达到 2.74 亿元, 同比增长 112%, 研发支出占比同比提升接近 4 个 pct, 强大的研发投入力度有望不断拓宽公司护城河, 在智能化浪潮中持续卡位。

公司将持续受益于“软件定义汽车”产业浪潮。相较于消费级产品, 车规级产品严苛的标准形成了厂商进入的壁垒。随着“软件定义汽车”浪潮的推进, 软件占整车的比重持续增加, 据 IBM 预测, 未来汽车 90% 创新将来自软件, 软件将占开发成本的 50%, 软硬逐步分离成为行业共识。汽车软件模块之间的交互和协同增加, 使得独立的操作系统提供者获得承担这一开发角色的机会, 叠加全球造车新势力所推动的 OTA 升级产业趋势的逐步明晰, 公司有望在汽车行业这一历史性产业变革的快速迭代期获得持续发展的机会。

图表 27: 中科创达智能网联汽车业务概览



资料来源: 中科创达, 国盛证券研究所

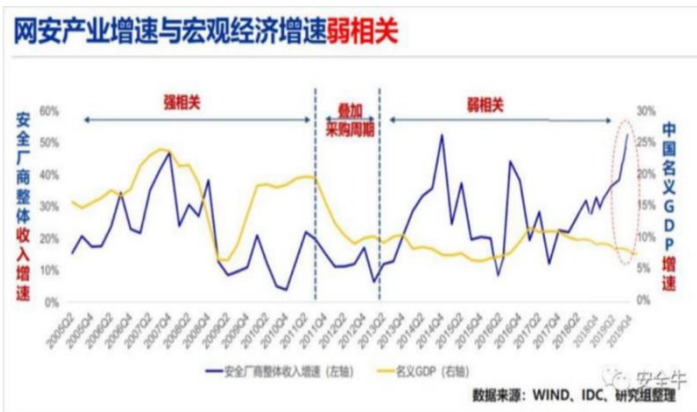
## 网安: 高景气延续, 新领域需求快速释放

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, 数字化转型叠加网安在 IT 支出中占比提升趋势下, 网安行业增速将远超 GDP 增速。

**IDC 预测, 2021 年中国网络安全市场总体支出将达到 102.2 亿美元, 2020-2024 年预测期内的年 CAGR (复合年均增长率) 为 16.8%, 增速继续领跑全球网络安全市场。**到 2024 年, 中国网络安全市场规模将增长至 172.7 亿美元。2020 年, 安全硬件在中国整体网络安全支出中仍将继续占据绝对主导地位, 占比高达 47.2%; 安全软件和安全服务支出比例分别为 20.8% 和 32.0%。从行业上来看, 政府、通信、金融仍将是中国网络安全市场前三大支出行业, 与往期保持一致, 占中国总体网络安全市场约五成的比例。



图表 28: 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

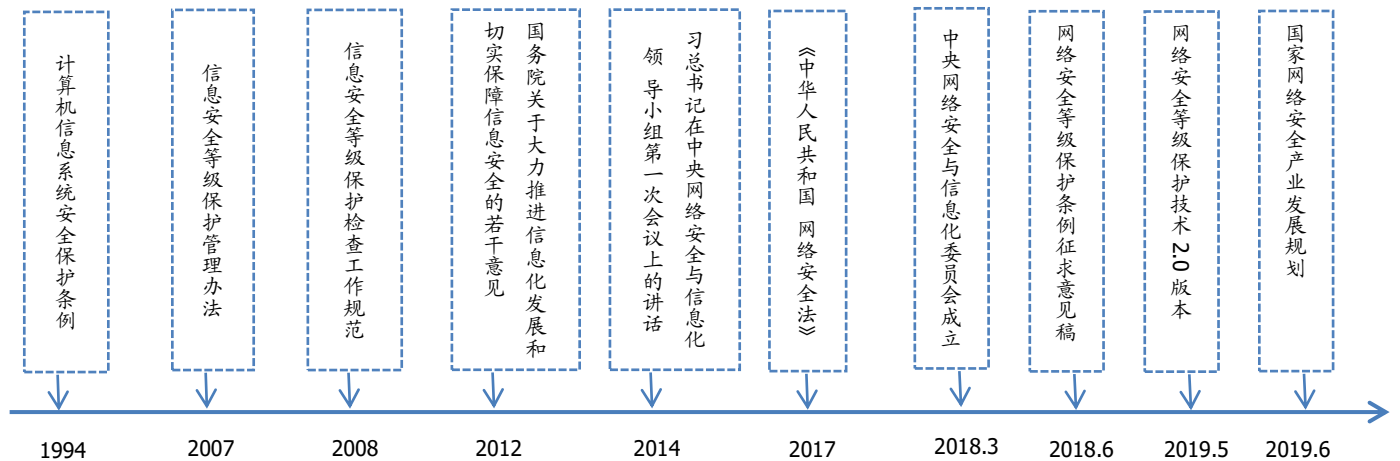
图表 29: 中国网络安全市场规模



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

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景气上行。

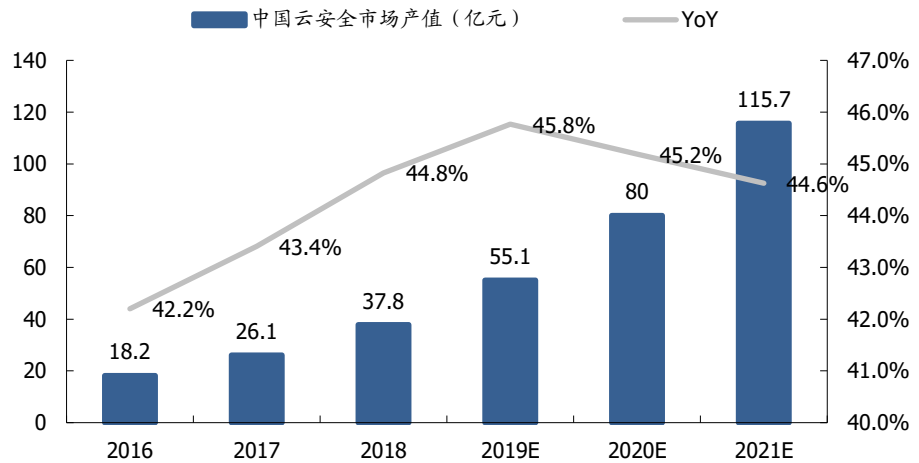
图表 30: 网络安全领域重要政策法规梳理



资料来源: 各级政府网站, 国盛证券研究所

ICT 技术演变，牵引安全新领域需求，以云安全为例，与我国快速发展的云计算市场相比，我国的云计算网络安全市场仍然处于起步阶段，整体滞后海外 5-7 年，混云趋势下，第三方云安全领军厂商存在广阔空间。云安全市场仍然有很大的成长空间，2018 年，中国云安全市场规模达到了 37.8 亿元，增速为 44.8%。同时，根据赛迪预测，2021 年云安全市场总体规模将达到 115.7 亿元。近年，随着云计算与数据基础设施建设的不断发展，许多企业将传统上储存在本地服务器的数据与服务搬上云端，同时随着大型公有云提供商与超大型数据中心的不断发展，云计算规模仍将保持较高增速。

图表 31: 2016-2021 中国云安全市场产值

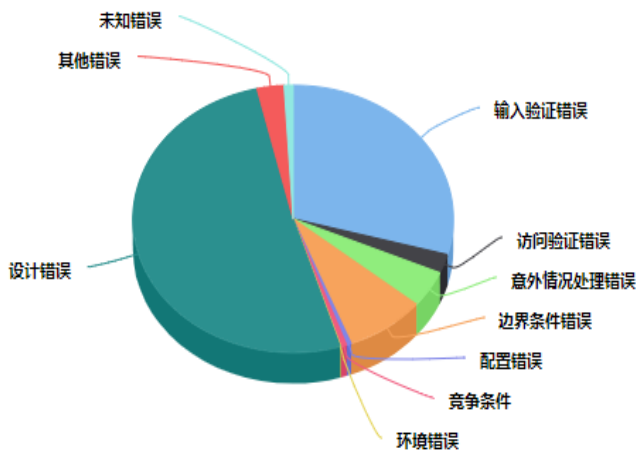


资料来源: 赛迪咨询, 国盛证券研究所

根据国家信息安全漏洞共享平台数据, 近三年信息安全漏洞年复合增速达 20%。目前全球网安需求重点客户包括政府、金融、电信运营商及电力能源等信息敏感行业。基于此, 我们梳理了网安重点客群遭受的网安攻击事件, 呈现如下特征:

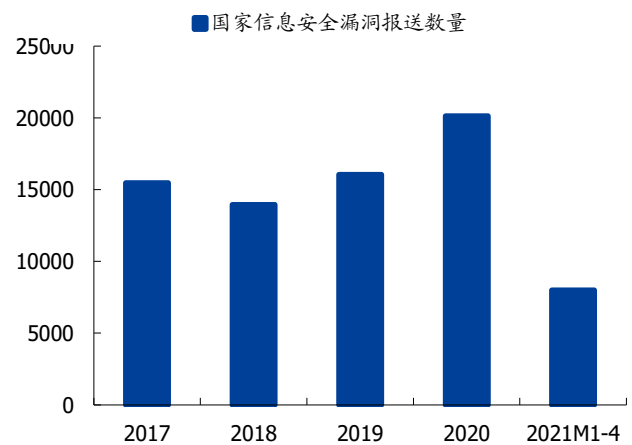
- 1) 攻击方式变化小, 攻击频率有所加快: 网安攻击的方式仍然是我们所能看到的病毒、漏洞、钓鱼等, 单纯看攻击形式并无太大变化, 但攻击频率呈现增长态势;
- 2) 攻击的手段由单一变得复杂: 随着企事业单位实战攻防能力提升, 通过流量监测、智能预警等技术发展, 攻击方法正变得愈加复杂, 一次重大攻击往往需要精密的部署, 长期的潜伏, 以及多种攻击手段相结合以达到最终目的;
- 3) 攻击目的多样化: 攻击的目标从个人电脑攻击到经济、政治、战争、能源, 甚至各个国家的网安建设已经作为国家战略实力一部分。

图表 32: 信息安全漏洞产生原因



资料来源: 国家信息安全漏洞共享平台, 国盛证券研究所

图表 33: 国家信息安全漏洞报送数量 (个)



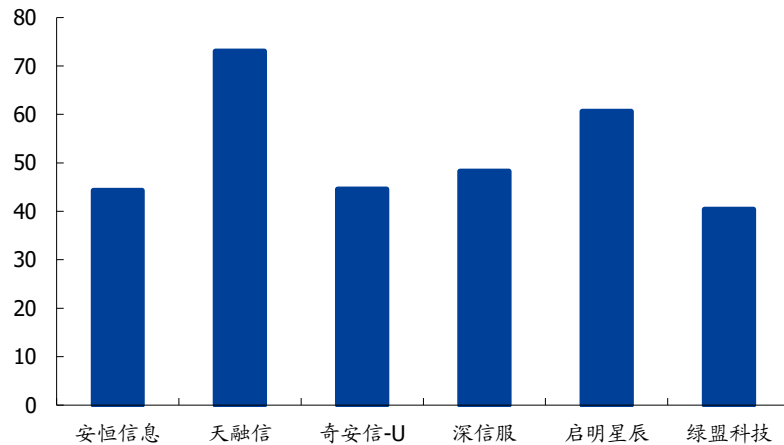
资料来源: 国家信息安全漏洞共享平台, 国盛证券研究所

**2021H1 网安各领军厂商营收增速延续高增, 全年有望维持高景气。**其中天融信、启明星辰等营收同比均有 60% 以上增幅, 同比 19Q1 多实现 35% 以上增幅, 剔除疫情影响, 安恒信息 (+74.34%)、深信服 (+65.88%) 同比增幅领先, 需求结构方面, “云大物智移”等新场景需求快速增长, 从目前招采网订单跟踪, 考虑订单转化周期与护网行动节奏, 网安行业全年有望高景气。

**数据安全位处产业前夜, 卫士通等核心领军有望深度受益。**1) 互联网及企业数据安全监管趋严, 相关订单高增确定性加强, 卫士通数据安全解决方案完备且富有竞争力, 作

为中国网安旗下唯一上市公司，有望成为数据安全及隐私计算最受益标的。同时，公司作为数据安全国家队，持续参与支撑国家顶层规划、国家标准和重大行业标准的制定。3) 密码延续高景气，法规落地实施、新应用场景高增长与网络安全事件共同推动商业密码市场需求，密码泛应用成趋势，公司积极推出“密码服务云平台”布局新领域。同时，公司渠道建设不断完善，信创在手订单充裕，业绩支撑确定性高。2021H1，受益于安全SE 广泛布局，电子政务、新基建等方向商密专项快速推进，公司安全芯片、商用密码、安全服务等产品维持稳健增长，2021H1 营收规模为 8.44 亿元，同比 20H1、19H1 分别增长约 94.75%、37.91%，净利润较 2020H1 减少亏损 67.13%。高毛利率的单机与系统产品、网络安全产品延续更快增速，毛利率同比提升 4.68%，经营性净现金流同比 -131.78%，主要为后期业务进行采购备货，支付大量采购贷款所致。

图表 34: 2021H1 各网安领军营收增速 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

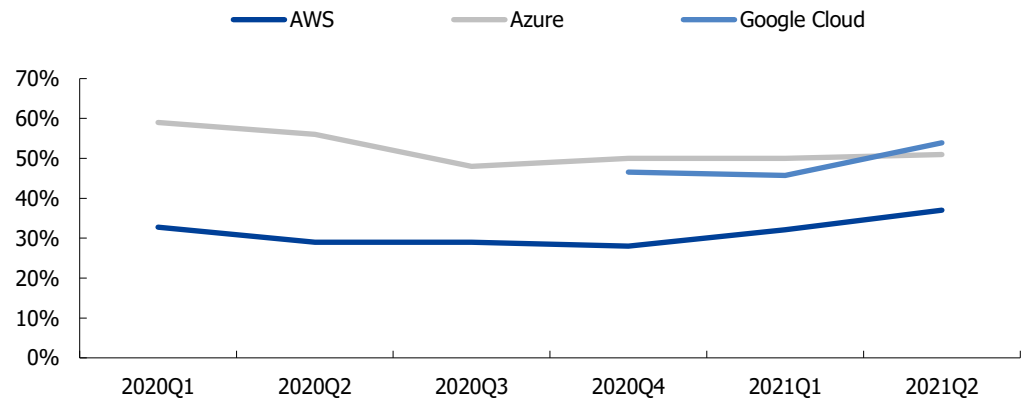
## 云计算：长周期最佳成长赛道，转云进程持续推进

2019年4月，我们就提出云计算三大定律，阐释云计算是未来十年长周期成长主线的原因：1) 不断增强的护城河：转云后产品迭代加速，且拥有客户才拥有客户数据，能够拥有迭代的基础；2) 持续衍生的增值服务：业务与数据一旦上云，自然可以衍生诸多增值服务；3) 云计算应用下海内外差距有望拉近，中国 IT 有望实现弯道超车。

### 1、云上游

海外云厂商陆续发布 2021Q2 财报，云收入均实现较高速增长。1) 近期，Facebook、Google、Amazon、Microsoft 陆续公布 2021Q2 财报，受益北美疫情缓解以及经济复苏态势，四大云厂商业绩均实现较高速增长。2) 从云收入来看，2021Q2，AWS 营收同比增长 37%、Google Cloud 营收同比增长 54%、Azure 营收同比增长 51%，相比 Q1 均有不同程度的提升。

图表 35: 2020Q1-2021Q2 海外云厂商云业务收入同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

资本开支维持较高水平, 云计算为重要投入方向。1) 2021Q2, 除 Google 资本开支由于新建办公场地进程受疫情影响有一定程度下降外, 其余三家均在第二季度维持稳步上升的资本开支水平。根据 Wind 数据, 2021Q2, Amazon 实现资本性支出 142.88 亿美元, 同比增长 92%, 环比增长 18%; Facebook 实现资本性支出 46.12 亿美元, 同比增长 42%, 环比增长 8%; Microsoft 实现资本性支出 64.52 亿美元, 同比增长 36%, 环比增长 27%; Google 实现资本性支出 54.96 亿美元, 同比增长 2%, 环比下降 8%。2) 根据各公司财报对资本开支的展望, Facebook 2021 年资本支出维持在 190-210 亿美元, 其在一季度将今年的资本支出目标由 210-230 亿美元下修至 190-210 亿美元; Google 将会继续在云业务方面投入以支撑成长; Amazon 继续加大在抗疫、就业等方面的支出; Microsoft 预计今年资本支出将继续上涨, 用以支撑云计算业务发展。

图表 36: 2020Q1-2021Q2 海外云厂商资本支出 (单位: 百万美元)

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
<b>Amazon</b>	<b>5428</b>	<b>6615</b>	<b>9808</b>	<b>13195</b>	<b>11187</b>	<b>12988</b>
环比	38%	22%	48%	35%	-15%	16%
同比	100%	150%	190%	235%	106%	96%
<b>Microsoft</b>	<b>3767</b>	<b>4744</b>	<b>4907</b>	<b>4174</b>	<b>5089</b>	<b>6452</b>
环比	6%	26%	3%	-15%	22%	27%
同比	47%	17%	45%	18%	35%	36%
<b>Google</b>	<b>6005</b>	<b>5391</b>	<b>5406</b>	<b>5479</b>	<b>5942</b>	<b>5496</b>
环比	-1%	-10%	0%	1%	9%	-8%
同比	30%	-12%	-20%	-10%	-1%	2%
<b>Facebook</b>	<b>3660</b>	<b>3255</b>	<b>3689</b>	<b>4613</b>	<b>4272</b>	<b>4612</b>
环比	-14%	-11%	13%	25%	-7%	8%
同比	-5%	-10%	0%	9%	17%	42%

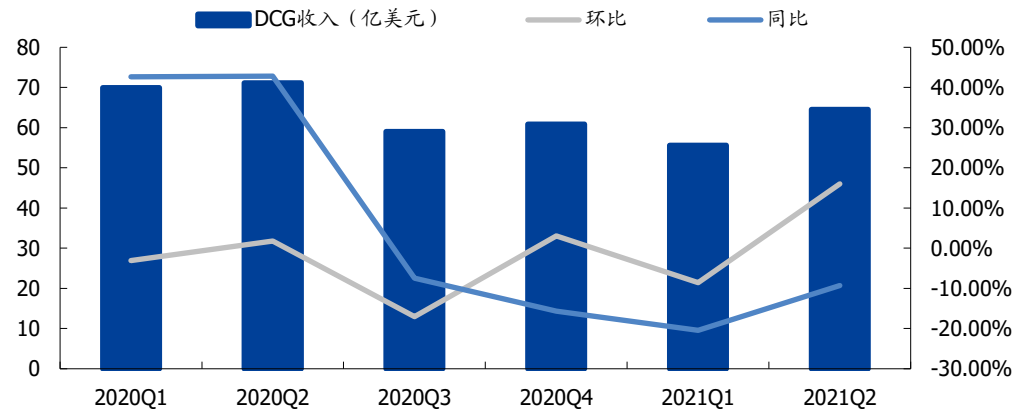
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

Intel DCG 业务增速小幅回升, 或受益于云服务商需求部分回暖, 以及企业经济复苏。1) 根据 2021Q2 财报, Intel 数据中心业务集群实现收入 64.55 亿美元, 同比下降 9%, 环比提升 16%, 同比下降的原因主要来自于竞争环境影响; 同时, 相比 Q1 下降 20% 的同比水平及下降 9% 的环比水平, Q2 增速已有小幅的回升。2) 从细分客户来看, 根据 2021Q2 财报, DCG 业务中, 来自云服务商的收入同比下降 20%, 环比上升 18%,



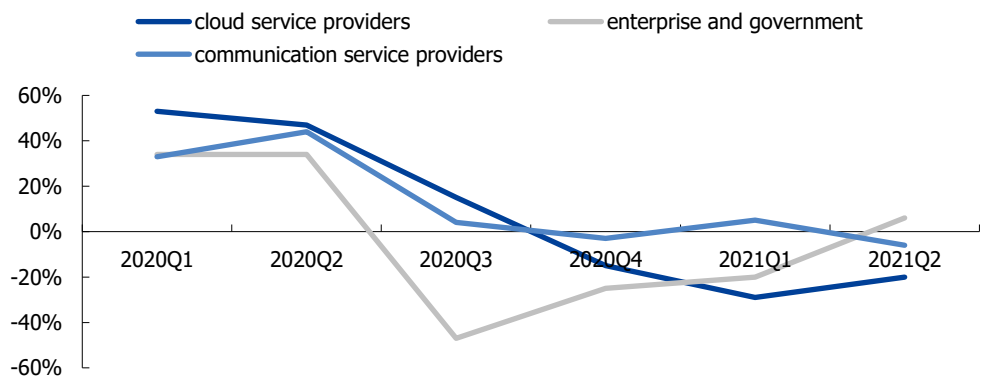
或体现云服务商需求部分回暖；来自企业及政府的收入同比提升 6%，环比提升 14%，体现疫情趋缓后的经济复苏趋势；来自通信服务商的收入同比下降 6%，环比提升 16%。

图表 37: 2020Q1-2021Q2 Intel DCG 板块收入



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

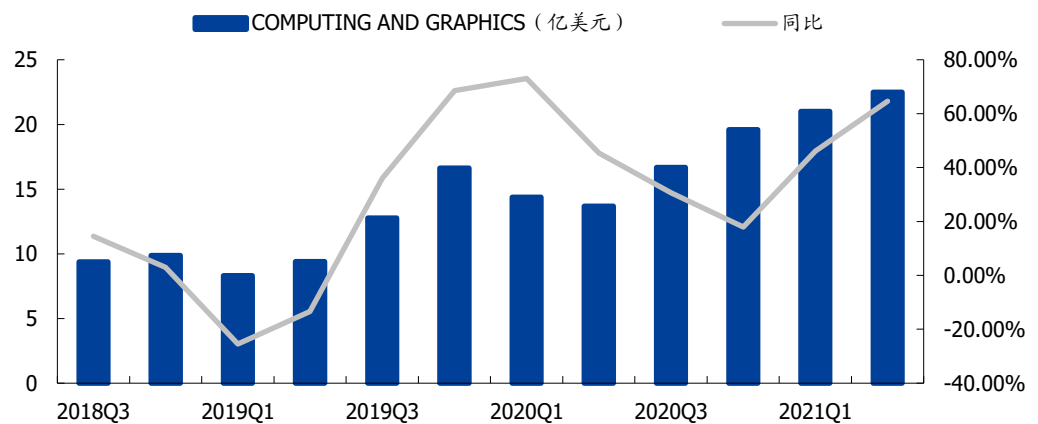
图表 38: 2020Q1-2021Q2 Intel DCG 板块细分客群收入同比增速



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

**AMD 数据中心业务快速增长, 佐证客户需求景气度。**1) 根据 AMD 2021Q1 财报, 其计算和图形板块实现收入 21 亿美元, 同比增长 46%, 其中所有业务的收入同比增长都较为显著, 数据中心收入增长超过 100%。2) 根据 2021Q2 给出的后续业务展望, AMD 预计 2021Q3 收入约为 41 亿美元, 同比增长约 46%, 环比增长约 6%, 预计环比增长将主要受到数据中心及游戏业务增长的推动。

图表 39: 2018Q3-2021Q2 AMD 计算和图形板块收入



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

随着云计算持续渗透,云厂商对底层IT的建设支出也将不断加大,Intel及AMD相关业务趋势逐步向好,云上游服务器厂商有望即将迎整体行业需求拐点。

**1) 浪潮信息:** 今年上半年受去年高基数影响,收入增速存在一定压力,21H1 营业总收入同比下降 5.72%。但公司对毛利率重视程度加强,总体提升效果较为明显,21H1 服务器及部件毛利率为 12.83%,相比去年同期提升 1.1pct。在利润方面,21H1 归母净利润同比提升 97.99%,主要因业务毛利率提升以及资产减值损失减少所致,预计受益于 2021Q2 芯片价格上行趋势。公司作为全球服务器领军企业,规模效应预计陆续体现,产品结构升级、自制主板以及营销策略的调整将带动毛利率提升,而经营管理加强趋势下费用率优化,公司盈利水平未来几年有望持续提升。

**2) 中科曙光:** 21H1 收入同比增长 12.77%,考虑贸易摩擦因素,收入增长超预期,财务端体现超算和信创长期景气信号。其中,海光信息实现营业收入 5.71 亿元,同比增长 113.18%,参考去年规律下半年收入占比超过七成,预计全年芯片出货将快速放量。

**3) 宝信软件:** 业绩再创新高,21H1 营收同比增长 34.65%,归母净利润同比增长 40.44%,主要受益于钢铁高景气与“超亿吨宝武”数智化转型旺盛需求。IDC 方面,公司把握“新基建”先机,顺应市场变化持续推进宝之云新一代信息基础设施业务全国布局战略,不断夯实上海基地。

图表 40: 云上游主要公司 2021H1 及 2021Q2 业绩

代码	公司	2021H1		2021Q2		2021H1		2021Q2	
		营业总收入(亿元)	同比 (%)	归母净利润(亿元)	同比 (%)	营业总收入(亿元)	同比 (%)	归母净利润(亿元)	同比 (%)
000977.SZ	浪潮信息	285.55	-5.72	8.03	97.99	168.91	-11.34	5.62	108.66
603019.SH	中科曙光	44.98	12.77	3.52	40.54	25.16	29.98	2.71	41.17
600845.SH	宝信软件	45.98	34.65	9.25	40.44	27.35	29.24	5.29	37.62

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2、云应用

**A 股云计算领军转云过程持续推进,云产品已成为国内企业必需品。**2020 年在疫情的助推下,全球云办公、远程办公迈向一个全新的台阶,云计算公司的收入迎来了增长的高潮。进入 2021 年,从国内云计算企业的增速来看,相关企业的业务经营并没有因为 2020 年的高基础而呈现放缓状态,反而出现云收入不断超预期的情况。我们判断,疫情改变的并不是短期的云计算使用率,而是从长期上改变了企业和员工的工作方式,让企业意识到线上化和云化能够从根本上提升企业运行的效率。

图表 41: 2021H1 及 2021Q2 云领军业绩情况

代码	公司	2021H1				2021Q2			
		营业总收入(亿元)	同比(%)	归母净利润(亿元)	同比(%)	营业总收入(亿元)	同比(%)	归母净利润(亿元)	同比(%)
688111.SH	金山办公	15.65	70.90	5.49	53.54	7.92	45.67	2.41	-2.31
002410.SZ	广联达	21.78	35.36	2.86	119.95	13.29	27.46	2.09	171.67
0909.HK	明源云	9.8286	45.51	1.65	136.17	-	-	-	-
0268.HK	金蝶国际	18.7000	34.96	-2.47	-11.72	-	-	-	-
600588.SH	用友网络	31.77	7.68	2.15	740.02	19.63	5.46	2.28	-13.44

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

估值整体维持较高水平,处于 2021 年以来历史地位。随着云领军收入持续增长,2021H1 PS 估值相对有部分消化,截至 2021 年 9 月 3 日,金山办公(38x)、广联达(16x)、明源云(24x)、金蝶国际(21x)、用友网络(12x)。

图表 42: 2020/9-2021/9 A 股云领军 PS (TTM)

代码	公司	PS (TTM)				
		2020/9/30	2020/12/31	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/3
688111.SH	金山办公	84.05	92.85	66.06	68.37	38.02
002410.SZ	广联达	23.38	24.39	19.97	19.12	16.24
0909.HK	明源云	33.87	57.50	33.22	36.13	23.67
0268.HK	金蝶国际	19.12	30.21	20.52	22.44	21.01
600588.SH	用友网络	15.34	17.67	13.70	12.58	12.23

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

快速发展后可迅速转化为合理 PE。较高的 PS 能在收入较快成长后迅速下降,且未来销售和研发费用率一旦下降,稳定利润率将使 PE 回到合理范围。更高的 PS 通常对应更快速的营收增长,若假设营收不变,高 PS 公司实际上两年后 PS 会下降到较低水平。同时云计算企业通常在稳定期理论净利润率有望达到 30-40% (目前 Adobe 约 25%)。若假设两年后降低投入且进入稳定期,实际上云计算领军企业市盈率将进入合理范围。

图表 43: 美股云计算公司 2 年后市盈率进入可接受范围

代码	公司	总市值(亿美元)	PS (TTM)	20 年收入 YOY	两年后 PS(假设收入增长率不变)	稳定后市盈率(假设净利润率 35%)
MSFT.O	Microsoft	22,630.34	13.46	13.65%	10.42	29.78
ADBE.O	Adobe	3,175.63	22.07	15.19%	16.63	47.52
ADSK.O	Autodesk	634.82	15.71	15.76%	11.72	33.50
CRM.N	Salesforce	2,614.71	11.11	24.30%	7.19	20.54
INTU.O	Intuit	1,539.13	15.98	13.19%	12.47	35.63
NOW.N	Servicenow	1,344.37	26.00	30.60%	15.24	43.55
WDAY.O	Workday	688.80	14.74	19.04%	10.40	29.72

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (截至 2021 年 9 月 3 日)

### 广联达: 表观指标快速恢复, 建筑数字化转型不断超预期

表观收入及利润指标快速增长, 造价云转型长期逻辑得到强有力验证。1) 报告期内, 公司实现营业总收入 21.78 亿元, 同比增长 35.36%; 实现归母净利润 2.86 亿元, 同比

增长 119.95%，表观收入及利润指标快速增长。2) 2021H1，公司数字造价业务云转型顺利推进，实现收入 16.79 亿元，同比增长 45.80%，其中云收入 11.68 亿元，同比增长 75.38%，占造价业务收入比例达到 69.54%。报告期末云合同负债 17.09 亿元，相较年初增加 13.45%。3) 随着公司在数字造价业务云转型的全面推进，公司表观收入及利润表现快速恢复，净利率达到 13.13%，相比上年同期提升 5.05pct，云转型逻辑得到强有力验证。

**施工业务快速拓展，新签合同额同比增长超过 100%。**2021H1，公司数字施工业务实现营业收入 3.18 亿元，同比下降 5.32%，主要系公司紧抓施工企业客户数字化转型的迫切需求，调整了数字施工业务的市场策略和业务节奏，上半年优先拓展合同扩大增量，新签合同额较上年同期增长超过 100%，下半年重点落实交付保障收入和回款。新签合同中，项企一体化解决方案合同占比约 15%；项目级 BIM+智慧工地合同占比约 85%，其中劳务、物料合同均实现翻倍增长，集采合同占总合同金额的比重达到 30%，初步实现了集团管控方式下单品的快速渗透。

### **金山办公：信创需求带动授权业务快速增长，订阅业务持续发展，现金流表现亮眼**

**信创需求旺盛及云协作服务需求增加，带动授权业务高速增长。**1) 2021 年上半年，公司实现办公软件授权业务 64,014.44 万元，较上年同期增长 199.79%，主要系信创客户采购需求旺盛以及政企客户对于云协作办公服务需求增加。

**办公服务订阅持续发展，MAU 及付费率稳定提升。**1) 2021 年上半年，公司实现办公服务订阅业务 73,513.99 万元，较上年同期增长 37.92%，主要系 C 端用户对云办公服务的使用习惯及粘性提升。2) 截至 2021H1，公司主要产品月度活跃用户 (MAU) 为 5.01 亿，较上年同期增长 10.35%。其中 WPS Office PC 版月度活跃用户数 1.99 亿，较上年同期增长 15.03%；移动版月度活跃用户数 2.96 亿，较上年同期增长 7.64%。付费个人会员数方面，截止 2021H1，公司累计年度付费个人会员数达到 2,188 万，同比增长 30.16%；付费率由 2019 年 2.92% 提升至 2021H1 的 4.37%。

**经营活动现金流表现亮眼，合同负债同比增长 109%。**报告期内，公司经营活动现金流入 19.96 亿元，其中 Q1 实现 8.96 亿元，同比增长 64.41%，Q2 实现 11.00 亿元，同比增长 75.21%；上半年经营性现金流净额 7.61 亿元，同比增长 68.46%。同时，报告期内公司实现合同负债 10.51 亿元，同比增长 109.09%，公司实际经营情况或更乐观。

### **用友网络：SaaS 领军转型战略拐点已至，云收入质量持续提高**

**云服务收入持续高增，营收占比首超软件业务标志公司云转型战略的拐点的突破。**公司 2021H1 实现营收 31.77 亿元，同比增长 7.7%，云服务加软件业务实现收入 29.51 亿元，同比增长 26.3%。其中云业务收入 15.06 亿元，同比增长 100.7%。占云服务与软件业务整体收入的 51.0%，云服务业务收入首次超过软件业务收入，标志着云转型战略拐点的突破。

**云优先、订阅优先战略效果不断显现，云服务收入质量持续改善。**截至 2021 中报，云服务业务合同负债为 12.43 亿元，较 2020 年末增长 14.6%，剔除畅捷通支付和用友力合，公司的销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 21.5%，云服务业务年度经常性收入 (“ARR”) 实现 8.34 亿元，同时公司逐步推进实施交付分签外包等策略，聚焦订阅、平台、产品型收入，云业务收入质量不断提高。云服务业务客户续约率进一步提升，其中大型客户续费率 94.53%，中型客户续费率 71.38%，小微客户续费率 79.86%。

**高研发投入铸造产品优势，订单持续验证产品竞争力，中报成认知分水岭，后续国产替代、友商良性竞争有望渐次展开。**大客户仍是用友优势所在，订单验证强产品竞争力，用友近期在大型央企及商业银行领域斩获多个千万级大单。典型的，用友与国投集团签署超 4000 万订单，与航天科技集团神软公司签署数字化转型合作，作为第一名中标重庆中烟数字化建设项目。商业银行领域，邮储银行 HR 项目、光大银行 HR 项目纷纷落地。预期中报 “云+软件” 的稳健增长，伴随对海外竞争对手 SAP、Oracle 的国产替代、友商之间的有序竞争，用友产品与服务竞争力将进一步得以验证。

### **金蝶国际：云服务收入增速超预期，持续获得大客户订单**

收入高增长，预计 2021-2023 年实现 50% 的 ARR 复合增长。金蝶国际 1H21 实现营



业收入 18.7 亿元人民币, 同比增长 35%。其中云服务收入 12.4 亿元, 同比增长 55.1%, 云服务收入占比由 2020 年度的 57% 提升到 66%。公司维持 2020 年底时给出的指引: 1) 2021 年的云服务全年收入同比增长 45%; 2) 2021 到 2023 年实现 50% 的 ARR 复合增长, 到 2023 年底 ARR 达到 33 亿元人民币。

**苍穹星瀚业务走上轨道, 持续积累案例。**公司在今年 5 月份发布苍穹 PaaS 的 4.0 版本, 并将苍穹的 SaaS 应用独立为新品牌金蝶云星瀚。苍穹和星瀚 1H21 收入 1.6 亿元, 同比增长 155%。期内, 苍穹星瀚多个样板项目上线, 包括: 1) 华为全球人力资源项目一期; 2) 云南中烟基于苍穹之上的一体化 ERP 项目, 该项目替换了 3 套原有系统, 实现国产自主可控新突破; 3) 协助海信基于苍穹构建业务中台。另外, 上半年苍穹和星瀚共新签约 142 家大客户, 包括中国华能集团、中国沙钢、广西北投、哈药同泰等各行业头部客户。

### **明源云: 收入增长整体超预期, SaaS 业务占比进一步提升**

**整体收入保持高增长, SaaS 业务占比进一步提升。**1) 2021H1, 公司实现营业收入 9.74 亿元, 同比增长 45.2%; 经调整后净利润 1.94 亿元, 同比增长 32.7%。2) 其中, SaaS 业务实现收入 5.5 亿元, 同比增长约 66%, 占公司整体收入比例提升至 57%; ERP 解决方案实现收入 4.22 亿元, 同比增长 25.1%, 主要受益于公司持续拓展头部房企以及下沉市场开发商。

**云客为 SaaS 业务拳头产品, 供应链产品加速渗透。**1) 报告期内, 云客实现收入 4.3 亿元, 同比增长 82.1%。截至 2021 年 6 月底, 国内配备云客的售楼处数量从去年底 15000 个提升至 16200 个, 维持较高的市场渗透率, 未来增长预计更多由 ARPU 值提升驱动。2) 其他云业务加速渗透, 云链实现营收 0.79 亿元, 同比增长 14.1%, 覆盖工地数量从 2020 年底 4100 个提升甚至报告期末 6000 个; 云空间实现收入 0.22 亿元, 同比增长 25.2%; 云采购实现收入 0.2 亿元, 同比增长 76.7%。

## **工业软件与工业互联网: 政策环境友好, 产业加速发展可期, 龙头公司中报验证产业高景气度**

### **工业软件政策环境友好, 产业加速发展可期**

工业软件是基础“卡脖子”技术, 全球重大安全事件为国产化敲响了警钟, 国产替代乃大势所趋。工业软件行业相比于其他软件行业, 具有专业性高、与具体行业紧密结合的特点, 对软件的储存、计算能力及安全性的要求更高, 其作为工业制造领域的基础“卡脖子”核心技术, 近年来越来越得到国家重视, 2020 年哈工大等被禁用商业数学软件 MATLAB 引发市场关注, 这也让我国工业软件受制于人的现状再度成为社会关注的焦点。过去十年里全球工业领域的安全事件教训非常惨痛: 2010 年 6 月伊朗核设施遭到震网病毒 (Stuxnet), 病毒入侵了西门子工控系统, 导致大量生产核燃料使用的离心机遭到破坏; 2015 年 12 月, 乌克兰至少 3 个地区的电力系统被恶意软件攻击, 导致大面积停电; 2018 年 8 月, 台积电晶圆厂遭到病毒攻击, 损失超过 87 亿元新台币。此外, 2019 年 9 月 30 日, 国家工业信息安全发展研究中心发布《关于罗克韦尔工业软件存在严重安全漏洞的风险预警》, 相关漏洞“一旦被成功利用可能实现任意代码执行甚至导致设备系统崩溃”。工业制造是国家的命脉行业, 涉及众多国计民生领域, 一旦发生安全事故, 后果往往非常严重。而中兴、华为事件以及持续的中美贸易摩擦, 都使得工业软件赛道的国产替代成为不可逆转的历史进程。

2021 年上半年, 国家持续出台相关政策扶持工业软件行业、国家重要领导人多次就工业软件的重要性发言, 产业政策环境友好。

- 2021 年 3 月 5 日的两会上, 李克强总理作政府工作报告谈及提升科技创新能力时指出, 以“十年磨一剑”精神在关键核心领域实现重大突破。
- 2021 年 5 月 28 日, 习近平总书记在中国科学院第二十次院士大会、中国工程院第十五次院士大会、中国科协第十次全国代表大会上的讲话中指出, “科技攻关要坚持



问题导向，奔着最紧急、最紧迫的问题去。要从国家迫切需要和长远需求出发，在石油天然气、基础原材料、高端芯片、工业软件、农作物种子、科学试验用仪器设备、化学制剂等方面关键核心技术上全力攻坚”。工业软件被习总书记列为当前科技攻关最紧急、最迫切的问题，同时关乎国家迫切需要和长远需求，与基础原材料和高端芯片等并列，彰显了工业软件对国民经济发展的巨大的战略价值。

- 2021年7月初，工业和信息化部、科技部、财政部、商务部、国务院国有资产监督管理委员会、中国证券监督管理委员会等六部门近日联合印发《关于加快培育发展制造业优质企业的指导意见》(以下简称“《指导意见》”)，提出大力推动自主可控工业软件推广应用。《指导意见》大力支持工业软件的推广应用，同时提出对头部优质企业的培育引导举措，要提高优质企业自主创新能力，推动产业数字化发展，大力推动自主可控工业软件推广应用。《指导意见》同时提出，加快培育发展以专精特新“小巨人”企业、制造业单项冠军企业、产业链领航企业为代表的制造业优质企业，是激发市场主体活力、推动制造业高质量发展的必然要求，也是提升产业链供应链自主可控能力的迫切需要。

伴随着“中国制造”向“中国创造”转型目标，国内工业将经历“由大到强”的阶段，在中国迅速从世界级的制造大国向世界制造强国转型的过程中，对应的工业软件行业也必然产生与之匹配的世界级企业。我们认为，结合目前的产业发展以及国内外宏观环境等因素，我国工业软件的发展受到的关注逐渐增多，资源加速向龙头企业聚集，当前政策环境非常友好，产业加速发展可期。

### 工业软件赛道公司中报优秀，核心客户带动产品迭代提速

#### 中望软件：中报符合预期，3D收入加速，长期战略持续推进

**2D、3D并驾齐驱，海外疫情短期扰动。**2021H1公司2D产品收入1.46亿元，同比增速39.75%，3D产品收入0.49亿元，同比增速48.66%，从全球CAD市场的价值分布来看，3D CAD的长期市场空间更为广阔，目前3D产品收入增速持续高于2D收入有望打开公司的长期成长空间。2021H1公司国内收入实现1.63亿元，同比增长63.99%，海外市场受到疫情的扰动(如印度、巴西等地区)，实现收入0.37亿元，同比下滑8.44%，未来全球疫情逐步平稳后有望看到海外市场收入的重拾升势。

**现金流表现优秀，人均创收继续上行。**公司2021H1实现经营性净现金流0.03亿元，同比增加0.2亿元，收现比例达到117.55%，合同负债刷新历史新高达到0.46亿元，持续展现了强大的议价能力。2021H1人均创收19.5万元，同比增长9.5%，人效继续保持上行态势，标准化产品输出未来有望加速公司的业绩弹性。

#### 中控技术：中报收入略超预期，智能制造高景气度带来充足在手订单

**充足在手订单带来持续的业绩释放动能，智能制造解决方案板块收入大超预期。**正如我们在前期报告《中控技术：年报符合预期，综合化转型提速》中所推理的，“2020年全年新签合同预计超过47亿元，2020年末在手订单大概率不低于49亿元”，公司在手订单充足。由于2020年Q1国内新冠疫情的原因，造成部分项目的延后，使得公司2020年单Q2收入达到9.16亿元，为相对高基数。今年单Q2收入增速约为20.54%，虽然低于今年Q1收入约146%的同比收入增速，不过2021H1收入整体增速达51.27%，依然表现出了在手订单充足情况下的业绩加速态势。其中智能制造解决方案板块收入14.40亿元，同比大增60.59%，毛利率下滑约8个pct，收入增速大超市场预期。我们认为，随着工业企业对智能工厂自动化、数字化及智能化的需求不断增加及升级迭代，其需求从单一产品转变为包含自动化控制系统、自动化仪表及工业软件的智能制造整体解决方案，公司依托产品线的不断丰富、5S服务站点带来的客户粘性提升、公司在强势细分行业Know-how的不断积累以及各类重大项目(中国石化、广西华谊、中国石油等)突破带来的示范效应，公司明显受益于智能制造升级的产业趋势，未来有望持续看到收入端的超预期。

**大幅备货应对业务高景气度，实际经营性现金流表现良好。**2021H1公司经营性净现金流为-3.52亿元，同比下滑4.9亿元，但是公司同期存货大幅增加7.5亿元，考虑到这一

影响之后，公司实际现金流表现依旧良好。此外，公司期末合同负债达到 21.25 亿元，同比大幅增加 4.8 亿元，考虑到公司的收款模式，我们认为公司同期的新签订单也体现出了产业的高景气度。

### **宝信软件：PLC 十年磨一剑，迈上发展新台阶**

**钢铁智能制造引领产业升级，工业软件赛道迎更大成长空间。** 1) 报告期内，公司实现营业收入 45.98 亿元，同增 34.65%，其中软件开发及工程服务营业收入为 32.65 亿元，同增 47.86%；服务外包营业收入为 13.00 亿元，同增 11.11%；系统集成营业收入为 0.31 亿元，同减 11.40%。归母净利润 9.25 亿元，同增 40.44%；经营性净现金流 12.17 亿元，同增 52.17%。近年钢铁行业兼并重组推进，驱动钢铁信息化改造需求扩张。中国宝武相继吸纳宝钢、武钢、马钢、八钢、韶钢、重钢、鄂钢、太钢、昆钢、山钢等企业，且宝武体系外众多钢铁企业存在大量信息化改造需求，为公司智能制造信息化业务带来大量需求。2) 凭借在钢铁行业信息化、自动化领域的深厚积累，公司软件业务从 MES、EMS、SCADA、ERP 等向 PLC 持续扩展，工业软件产品线不断丰富，打开工业控制行业新增长极。其中 2021 年 7 月推出的 PLC 性能优秀，深刻践行“产业链安全”与“自主可控”等国家战略，面向国内每年近 2000 亿的工控市场空间。

### **智能制造大趋势，工业互联网快速推进**

**工业互联网或政策空前重视，产业升级、人口结构变化引发智能化趋势。** 2021 年 4 月 14 日，工信部会同有关部门起草了《“十四五”智能制造发展规划》（征求意见稿），面向社会公开征求意见。征求意见稿提出，到 2025 年，规模以上制造业企业基本普及数字化，重点行业骨干企业初步实现智能转型，我国智能制造装备和工业软件技术水平和市场竞争力要求得到显著提升，国内市场满足率分别超过 70%和 50%。我国是全球第一制造业大国，2019 年制造业增加值占全球比重达 28.1%，也是目前全球唯一拥有全部工业门类的国家，制造业是中国的经济命脉。而随着中国人口红利的消失，近年制造业招人困境凸显，生产环节的无人化成为重要趋势，智能制造的落地将成为未来提升国家竞争力的核心因素。

### **赛意信息：智能制造带动盈利指标大幅提升，制造升级大趋势下 MES 领军迎加速点**

**充分受益于我国制造业升级大趋势，智能制造业务带动盈利指标大幅提升。** 报告期内智能制造板块营业收入同比增长 93.93%，收入占比自上年同期的 21.00%提升至 25.20%。并且，该板块业务的毛利率也有较大提升，自去年同期的 32.52%提升至 38.54%，主要由于产品成熟度持续提高并获得市场认可，客户对软件许可付费意愿提升，毛利贡献边际效益明显。

### **国联股份：平台交易快速放量，云工厂构筑产业生态壁垒**

**多多平台交易快速放量，驱动业绩超预期增长。** 1) 2021H1，公司旗下各多多电商继续大力实施积极高效的上下游策略，平台交易量增长较快，推动业绩超预期增长。报告期内，公司实现营业收入 140.34 亿元，同增 141.65%，其中商品交易业务营业收入为 139.57 亿元，占比达 99.5%，商品信息服务业营业收入为 0.50 亿元，互联网应用服务营业收入为 0.27 亿元；归母净利润 2.16 亿元，同增 90.06%；经营性净现金流 5.33 亿元，同增 18.46%。2) 展望未来，公司实行多赛道发展策略，横向复制与纵向延伸并重，目前重点赛道多达 7-8 个，孵化也在有序进行，多多平台可及市场规模稳健提升。同时，多多电商目前核心单品市场渗透率还较低，长期提升空间广阔，快速增长趋势已现。3) 国联云为公司重要的业务支撑与技术输出平台，赋能中小企业数字化转型，通过深度绑定供应链、打通各环节数据壁垒、构建产业互联网协同生态，有望成为公司长期增长的重要推动。

图表 44：2021H1 及 2021Q2 工业软件及工业互联网主要公司业绩

2021H1

2021Q2

代码	公司	营业总收入 (亿元)	同比(%)	归母净利润 (亿元)	同比(%)	营业总收入 (亿元)	同比(%)	归母净利润 (亿元)	同比(%)
688777.SH	中控技术	18.33	51.27	2.11	52.83	11.04	20.54	1.76	0.92
688083.SH	中望软件	2.06	47.06	0.49	74.29	1.21	43.69	0.43	77.66
600845.SH	宝信软件	45.98	34.65	9.25	40.44	27.35	29.24	5.291	37.62
603613.SH	国联股份	140.34	141.65	2.16	90.06	79.58	132.26	1.38	89.22
300687.SZ	赛意信息	8.67	61.57	0.55	19.36	4.86	64.10	0.44	2.38

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 金融 IT: 领军公司超预期高增, 资本市场大趋势下长期确定性可期

**证券 IT: 资本市场大发展态势下, 互联网资管及金融 IT 领军高增态势有望持续。**

1) 近年资本市场大发展趋势逐步显著, 交易量大幅回升, 基金发行规模高增, 金融机构 IT 投入以及 C 端交易和资讯需求明显加大, 行业景气度明显改善。根据 Wind 数据, 截至 2021 年 6 月 30 日, 两市总成交额 1,038,022.70 亿元, 同比增长 19.87%; 融资融券余额约为 1,989,207.96 亿元, 同比增长 57.49%; 公募基金发行量约为 16,192.62 亿元, 同比增长 86.08%, 其中主动权益型基金发行量约为 9,320.98 亿元, 同比增长 104%。

2) **2021H1 东方财富、同花顺**等互联网资管领军在资本市场高峰期的流量变现能力不断验证。A) 在基金大量发行趋势下, 东方财富实现营业收入同比增长 73.17%, 归母净利润同比增长 106.08%, 收入和利润增速远超市场交易增速, 互联网运营模式的规模效应不断体现。截至 2021Q1, 天天基金平台以 3750 亿元的股票+混合公募基金保有规模位列销售机构第 5 位, 基金销售的尾佣分成有助于公司基金代销业务持续稳健, 随着长期资金入市、机构化趋势日益显著, 公司作为互联网资管领军有望长期受益。B) 同期, 同花顺, 实现营业收入 13.27 亿元, 同比增长 33.87%; 归母净利润 5.77 亿元, 同比增长 31.42%。其中增值电信业务实现收入 7.80 亿元, 同比增长 34.32%, 主要是由于证券市场活跃, 投资者对金融资讯需求有所增加所致; 基金销售及其他交易手续费实现收入 1.85 亿元, 同比下降 2.73%, 其中基金代销业务收入同比增长 113.14%, 但公司业务战略调整, 其他业务代销手续费减少。

3) **2021H1 恒生电子**实现营业收入 20.51 亿元, 同比增长 26.72%; 实现归属于上市公司股东的净利润 7.15 亿元, 同比增长 108.05%; 扣非归母净利润 3.00 亿元, 同比增长 4.58%。2021H1 财报合同负债达到 27.66 亿元, 表明签订合同情况良好。报告期内公司销售商品、提供劳务收到现金为 16.41 亿元, 同增 16.63%, 反应公司实际经营情况良好, 符合历史增速区间。2021 年 9 月, 北交所宣布成立, 证券 IT 迎重大政策利好。资本市场全面发展时代, 公司作为全线金融 IT 领军将核心受益。

4) 未来几年资本市场发展态势仍将持续, 如“T+0”、外资进场、期权衍生品等政策红利还有望推出, 特别是机构化程度越来越高, 市场交易体量和金融机构业务规模处于长期上升趋势, 互联网资管以及金融 IT 领军公司都将明确受益。因此, 今年后续几个季度预计东方财富、同花顺有望维持较高收入增速, 恒生电子收入增速处于近五年的高位。



图表 45: 2021H1 及 2021Q2 证券 IT 主要公司业绩

代码	公司	2021H1		2021Q2		2021H1		2021Q2	
		营业总收入 (亿元)	同比 (%)	归母净利润 (亿元)	同比 (%)	营业总收入 (亿元)	同比 (%)	归母净利润 (亿元)	同比 (%)
300059.SZ	东方财富	57.80	73.17	37.27	106.08	28.91	75.27	18.16	94.31
600570.SH	恒生电子	20.52	26.72	7.15	108.05	13.01	17.64	5.46	40.62
300033.SZ	同花顺	13.27	33.87	5.77	31.42	7.97	31.28	4.08	30.52

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**银行 IT: 金融系统自主可控、云渗透深入以及行业需求周期是带动行业需求核心驱动力。**

1) 金融自主可控需求日益迫切, 银行对国产的软硬件采购力度明显加强, 特别是某些国有大银行首次试点“主机下移”, 形成突出的示范效应。随着云计算在底层系统开发的渗透, 结合疫情影响带来的线上化趋势, 银行在软件开发方面的投入也明显加强。银行核心系统更迭周期一般为 5-8 年, 2020 年起行业进入新一轮需求期。总体而言, 行业或进入 3-5 年加速建设周期。

2) 自 2020 年疫情缓解后, 行业的复苏回暖持续、银行客户需求饱满。进入 2021 年, 大中型银行科技开发业务需求呈现了较快增长的态势。2021H1 各家银行 IT 领军公司业务恢复情况良好。

**长亮科技:** 21H1 业绩稳健增长, 营业收入 49,260.99 万元, 同比增长 32.91%, 归属于上市公司股东的净利润为 851.74 万元, 同比增长 219.11%, 扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润-205.69 万元, 同比增幅达到 30.15%。上半年核心类解决方案业务稳步推进, 并取得了多家国有大行的订单, 但项目收入验收方式受新会计准则影响。

**宇信科技:** 21H1 公司实现营业收入 13.51 亿元, 同比增长 25.40%, 其中软件开发及服务实现收入 10.61 亿元, 同比增长 30.09%, 创新运营业务收入同比增长 48.31%。归母净利润 1.34 亿元, 剔除股权激励费用后的扣非归母净利润为 1.79 亿元, 同比增长 32.67%, 整体稳健增长。

**高伟达:** 上半年实现营收 12.53 亿元, 同比增长 89%; 归母净利润 0.45 亿元, 同比增长 54%。其中, 系统集成及服务业务实现收入 8.37 亿元, 同比增长 182%, 主要受益于银行国产化需求逐步释放; 软件开发及服务业务实现营收 3.38 亿元, 同比增长 42%, 主要受益于银行 IT 系统更新换代新周期。

**京北方:** 2021 年上半年, 公司实现营收 14.36 亿元, 同比增长 48.57%, 实现归母净利润 1.22 亿元, 同比增长 32.32%。分业务板块来看, 公司业务结构持续优化, 信息技术服务业务实现营业收入 8.39 亿元, 同比增长 76.96%, 占公司总收入的 58.41%, 相比去年同期收入占比提升超过 9 个百分点。

3) 因此, 2021H1 银行 IT 公司整体业绩实现高增, 反映下游需求旺盛。虽然部分公司存在小幅业绩波动, 主要因业务季节性较强因素。随着国内银行 IT 系统持续不断的升级换代、国产化替代和分布式架构的实施带来大量的开发、测试、运维需求, 给细分领军公司业务发展带来行业确定性机会, 未来三五年有望实现持续高增。

**数字货币:** 1) 早在 2014 年央行就成立法定数字货币专门研究小组, 进行初期技术储备、知识积累。2019 年 8 月 2 日, 央行召开 2019 年下半年工作电视会议, 指出下半年要加快推进法定数字货币 (DC/EP) 研发步伐, 推进进度开始明显加快。2021 年 3 月, 据上海证券报报道, 六大国有银行均已开始推广数字人民币货币钱包, 预示 DCEP 迈入大规模推广前的最后一步, 进入“准公测”阶段。2) 随着央行数字货币在全国推广, 相关系统和场景建设需求有望体现在今年下半年订单。钱包及线下场景企业: 新开普、广电运通、拉卡拉; 银行 IT 领军企业: 高伟达、长亮科技、宇信科技、科蓝软件、京北方、恒生电子。

图表 46: 2021H1 及 2021Q2 银行 IT 主要公司业绩

代码	公司	2021H1		2021Q2		2021H1		2021Q2	
		营业总收入(亿元)	同比(%)	归母净利润(亿元)	同比(%)	营业总收入(亿元)	同比(%)	归母净利润(亿元)	同比(%)
300348.SZ	长亮科技	4.93	32.91	0.09	219.11	3.23	35.39	-0.03	-112.52
300674.SZ	宇信科技	13.51	25.40	1.34	3.20	9.34	13.34	1.60	28.77
002987.SZ	京北方	14.36	48.57	1.22	32.32	7.43	33.21	0.70	2.47
300465.SZ	高伟达	12.53	88.69	0.45	53.82	4.36	-2.51	0.28	-12.84
002152.SZ	广电运通	27.34	10.51	3.75	21.04	14.66	10.05	1.72	3.89
300248.SZ	新开普	3.31	9.69	0.06	-79.86	1.75	12.14	0.14	-28.45
300773.SZ	拉卡拉	33.05	31.89	5.51	26.41	17.16	18.35	3.20	19.44

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 信创: 产业进入景气周期, 下半年业绩预计继续兑现

**2020 上半年疫情影响招标进度, Q3 进入招标旺季, 主要领军公司在 2021 年业绩或大量兑现, 行业整体有望进入 2-3 年景气期。**1) 2020 年上半年信创行业招标与采购流程均受疫情影响较大, 因此 2020Q1 行业相关公司业绩增速较差。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, Q4 板块业绩开始出现明显上升, 主要领军公司 2021Q1 起业务大量兑现、业绩处于明显上升趋势。

**1) 核心基础软件:** A) 2021 年上半年, 金山办公实现办公软件授权业务 64,014.44 万元, 较上年同期增长 199.79%, 主要系信创客户采购需求旺盛以及政企客户对于云协作办公服务需求增加。B) 操作系统主要公司方面, 2021H1, 中国软件、诚迈科技收入分别实现增速 88.77%、61.26%, 预计操作系统相关业务进展顺利。核心基础软件是信创工程的重点, 随着订单放量相关上市公司也有望进入高增周期。

**2) 核心芯片:** A) 中国长城 2021H1 实现营业收入 71.88 亿元, 同比增长 82.96%; 归母净利润-8305.13 万元, 同增 72.34%。考虑公司收入一般大部分在下半年确认, 预计全年经营情况乐观。其中, 飞腾实现实现营收 11.83 亿元, 同比增长 250.32%, 净利润 4.60 亿元, 同比增长 857.78%, 业绩表现亮眼, 信创大趋势来临将核心受益。B) 中科曙光 2021 年上半年实现营业收入 44.98 亿元, 同比增长 12.77%; 归母净利润 3.52 亿元, 同比增长 40.54%, 财务端体现超算和信创长期景气信号。其中, 海光信息实现营收 5.71 亿元, 同比增长 113.18%, 收入增速大幅超出市场预期。且参考去年规律下半年收入占比超过七成, 预计全年芯片出货将快速放量, 佐证信创核心产业链环节开始进入业绩兑现阶段。

**3) 系统集成:** 太极股份 21H1 年实现营业收入 36.84 亿元, 同比增长 22.93%, 归母净利润 0.28 亿元, 同比增长 27.92%。报告期内, 公司新签合同总额 67.28 亿元, 同比增长 27.41%。其中, 网络安全与自主可控业务呈现高速增长, 实现收入 10.75 亿元, 同比增长 124.99%, 主要受益于信创产业蓬勃发展。

**4) 其他细分领域:** A) 2021H1, 东方通司实现营收 2.08 亿元, 同比增长 147.82%; 实现归母净利润-792.20 万元, 同比增长 81.99%。其中, Q2 单季度受季节性因素的影响较大, 公司收入历年来主要集中在下半年尤其是第四季度。2021 年 8 月, 东方通与中国移动、中移资本签订了《战略合作备忘录》, 与中国移动业务深度合作绑定, 未来三年将带来超 20 亿新增合同。B) 科蓝软件 2021 年上半年实现营业收入 4.47 亿元、同比增长 21.29%, 实现归属上市公司股东的净利润-0.14 亿元、同比增长 23.38%。受疫情影响, 银行 IT 线上化趋势进一步显著, 公司线上银行业务整体稳健增长, 数字人民币推广也有望为公司银行 IT 板块进一步带来增量业务。报告期内, 公司数据库获得市场认可, 数据库销售增长 43.59%。同时, 公司为华为核心 ISV 合作伙伴, 联合华为发布鸿蒙移动金



融兼容工具与方案，完成基于鸿蒙的相关组件开发。

图表 47: 2021H1 及 2021Q2 信创主要公司业绩

代码	公司	2021H1		2021Q2		2021H1		2021Q2	
		营业总收入(亿元)	同比(%)	归母净利润(亿元)	同比(%)	营业总收入(亿元)	同比(%)	归母净利润(亿元)	同比(%)
688111.SH	金山办公	15.65	70.90	5.49	53.54	7.92	45.67	2.41	-2.31
600536.SH	中国软件	26.31	88.77	-3.61	11.91	16.12	103.67	-2.03	18.04
300598.SZ	诚迈科技	6.03	61.26	-0.10	65.02	3.18	32.63	0.002	103.59
603019.SH	中科曙光	44.98	12.77	3.52	40.54	25.16	29.98	2.71	41.17
000066.SZ	中国长城	71.88	82.96	-0.83	72.34	40.71	44.96	0.76	509.26
300379.SZ	东方通	2.08	147.82	-0.08	81.99	0.59	0.24	-0.33	-1052.54
300663.SZ	科蓝软件	4.47	21.29	-0.14	23.38	2.37	10.87	-0.19	-161.08
002368.SZ	太极股份	36.84	22.93	0.28	27.92	21.17	29.77	0.08	5.66
300659.SZ	中孚信息	3.63	106.61	0.02	113.87	2.44	67.40	0.12	-16.46
688258.SH	卓易信息	0.97	28.27	0.29	14.13	0.52	11.16	0.12	-27.89

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 风险提示

**行业竞争加剧风险:** 如网安、信创等行业竞争较为激烈, 如果行业竞争进一步加剧, 或对毛利率产生不利影响。

**政策力度不及预期风险:** 如果网安、AI、云计算等行业支持政策力度下降, 或将对产业落地速度造成一定影响。

**宏观经济风险:** 疫情影响下, 宏观经济面临下行风险, 可能导致各行业企业 IT 支出受到影响。

### 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：021-38124100

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