

行业研究/深度研究

2020年05月19日

行业评级：

计算机软硬件

增持（维持）

谢春生 研究员 执业证书编号：S0570519080006
021-29872036
xiechunsheng@htsc.com

郭雅丽 研究员 执业证书编号：S0570515060003
010-56793965
guoyali@htsc.com

郭梁良 研究员 执业证书编号：S0570519090005
021-28972067
guoliangliang@htsc.com

金兴 联系人 010-56793957
jinxing@htsc.com

相关研究

1《计算机软硬件：如何理解 BIS 对华为禁令的升级》2020.05

2《东华软件(002065 SZ,买入)：助力鲲鹏，成人达己》2020.05

3《宇信科技(300674 SZ,增持)：激励方案助力公司价值成长》2020.05

信息化长期向上趋势不变

2020 年中国市场前瞻—新冠病毒“危”与“机”

新冠疫情不改信息化长期向上产业趋势

我们认为新冠疫情之“危”在于供给侧的休克和需求侧可能的收缩。由于一季度大部分需要进行现场实施和交付的订单都无法顺利进行，验收时间也相应延后，造成一季度计算机行业上市公司收入同比大幅下降。新冠疫情之“机”在于新需求的产生和加速增长。2B 线上迁移的载体更多是依靠云来进行，此次疫情或将加快 B 端的线上迁移，加快企业云化进程。病毒冲击不改长期产业趋势。信息化、数字化在企业降本增效、增强竞争力的过程中将越来越重要，长期看产业发展底层逻辑不受新冠疫情动摇。

短期关注供给侧韧性，布局新需求

短期看，计算机行业受新冠疫情冲击较大。20Q1 计算机行业上市公司收入同比下滑 14%，归母净利润净亏损 11 亿元。Q1 部分行业订单释放的延后和存量订单进场交付的延期，直接导致计算机行业收入增速同比大幅下滑，而销售费用和管理费用具备一定刚性，造成行业净利润同比大幅下滑。我们认为全年看不必过于担心，随着疫情后复工复产的推进，订单和现场交付陆续恢复。新冠疫情也为行业带来变革的机会。B 端上云趋势加速，远程办公、视频会议等产品需求大幅增长，云计算底层资源需求增长。远程教育、互联网医疗获得低成本快速获客的机会，有望加速发展。

中期关注需求景气度，用微观高景气对冲宏观不确定

中期看，关注宏观经济对于企业信息化开支的传导。计算机行业承接各行各业的信息化升级需求，下游非常分散。新冠疫情对计算机需求端的冲击不会像对供给端的冲击那样迅速反应，而是存在一定的滞后效应，造成中期计算机行业或面临一定的需求端压力。因此，我们建议自下而上寻找高景气子行业，用微观的高景气对冲宏观的不确定。建议关注需求景气度较高的医疗 IT、证券 IT、银行 IT、信息安全板块。

长期关注产业趋势，布局产业趋势明确的龙头标的

长期看，计算机行业高景气度有望持续。信息化对于各行各业生产、经营活动的影响将越来越大。使用信息化手段降本增效，能够帮助企业提升竞争力，实现行业整合。建议布局云计算、5G 应用、国产 IT 底层龙头标的。我们认为在疫情对宏观经济造成负面冲击的情况下，中小型厂商风险承受能力弱，受影响程度大，而龙头厂商风险承受能力和调解能力相对较强，更有能力化危为机，提升市场份额和产业链定价权。

风险提示：全球疫情出现反复，实体经济恢复情况低于预期，中美关系不确定性上升。



重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	目标价(元)	EPS (元)				P/E (倍)			
					2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
600588 CH	用友网络	49.20	增持	50.70-54.36	0.47	0.48	0.61	0.79	104.68	102.50	80.66	62.28
002439 CH	启明星辰	41.15	买入	41.16-45.08	0.74	0.98	1.30	1.58	55.61	41.99	31.65	26.04
000977 CH	浪潮信息	40.90	买入	44.00-44.96	0.64	0.96	1.39	1.92	63.91	42.60	29.42	21.30
300451 CH	创业慧康	16.13	买入	17.64-19.59	0.28	0.39	0.51	0.64	57.60	41.36	31.63	25.20

资料来源：华泰证券研究所

正文目录

核心观点.....	4
短期看，关注供给端韧性.....	5
短期投资策略：把握新需求，布局新机遇.....	7
云计算底层.....	7
互联网医疗.....	8
云办公.....	8
中期看，关注需求端景气度.....	10
中期投资策略：用微观高景气对冲宏观不确定.....	10
医疗 IT.....	10
证券 IT.....	11
银行 IT.....	11
信息安全.....	13
长期看，关注产业趋势.....	14
长期投资策略：布局产业趋势明确的龙头标的	14
云计算应用.....	14
5G 应用.....	15
国产 IT 底层崛起.....	15
重点推荐标的.....	17
风险提示.....	18

图表目录

图表 1: 16Q1-20Q1 计算机行业一季度收入.....	5
图表 2: 16Q1-20Q1 计算机行业一季度归母净利润.....	5
图表 3: 2020 年一季度各行业营收同比增速（申万一级行业）	5
图表 4: 16Q1-20Q1 计算机行业一季度利润表分析.....	6
图表 5: 计算机行业一季度/全年收入、归母净利润占比.....	6
图表 6: 计算机子行业一季度收入同比增速	6
图表 7: 计算机子行业一季度扣非净利润同比增速	7
图表 8: Intel (INTC.O,未评级) 数据中心集团收入同比增速	7
图表 9: Aspeed (5274.TWO,未评级) 收入同比增速	7
图表 10: Intel (INTC.O,未评级) 芯片量同比增速 (华泰推算)	7
图表 11: Aspeed (5274.TWO,未评级) 芯片量同比增速 (华泰推算)	7
图表 12: 互联网医疗发展历程.....	8
图表 13: 云办公市场按照产品功能分类	9
图表 14: 云办公市场主要参与者	9
图表 15: 新冠疫情对医疗信息化行业需求的刺激作用	10
图表 16: 央行法定数字货币运行框架.....	12
图表 17: 央行法定数字货币核心技术.....	12
图表 18: 驱动信息安全行业需求的内因和外因	13
图表 19: 软件交付方式和商业模式进化历程.....	14
图表 20: 5G 下游应用商业化落地路径.....	15
图表 21: 国产 IT 底层全栈式解决方案	16
图表 22: 国产云计算平台全栈式解决方案.....	16
图表 23: 重点推荐标的估值表.....	17

核心观点

新冠疫情之“危”在于供给侧的休克和需求侧可能的收缩。新冠疫情对计算机行业上市公司一季度业绩造成明显冲击，主要是供给侧的原因。由于一季度大部分需要进行现场实施和交付的订单，都无法顺利进行，验收时间也相应延后，造成一季度上市公司收入同比大幅下降。

需求侧，一季度商务活动的减少也使得新增订单规模同比下滑，或对未来收入增长弹性造成负面影响。且宏观经济下行压力进一步加大，可能传导至微观企业，导致其信息化开支收缩。

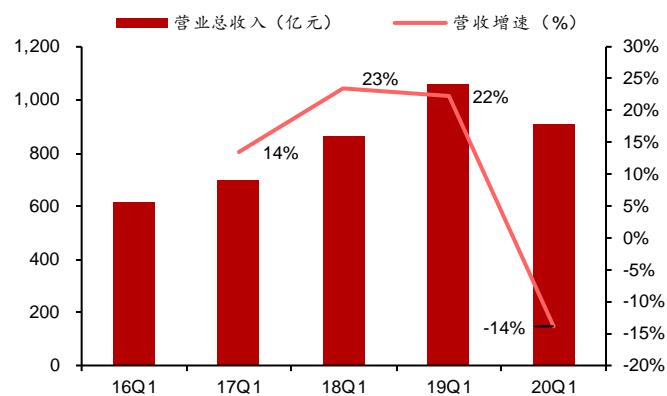
新冠疫情之“机”在于新需求的产生和加速。新冠疫情对在线协同办公、视频会议、区域卫生信息化、互联网医疗、企业上云均起到了加速作用。以上增量需求的核心逻辑在于：线下向线上的迁移。IT 行业已经经历了互联网（2000 年）、移动互联网（2014 年）以及云计算时代，在此过程中，线下的商业模式逐步向线上迁移。但从目前来看，2C 向线上迁移的节奏和进程基本已经完成，或者已经比较成熟。2B 活动的线上迁移仍在进行当中。而我们认为，2B 线上迁移的载体更多是依靠云来进行，此次疫情或将加快 B 端的线上迁移，加快企业云化进程。

新冠疫情冲击不改长期产业趋势。着眼长期，信息化对于各行各业生产、经营活动的影响将越来越大。使用信息化手段降本增效，能够帮助企业提升竞争力，实现行业整合。因此，国家新基建的提法为下一阶段经济发展指明方向。新基建一方面强调稳增长，另一方面更强调调结构。我们认为大数据、云计算、人工智能、工业互联网、5G 下游应用等产业趋势确定，高景气度长期持续。5G 下游应用是下一个技术红利带来的蓝海市场，超高清视频、VR/AR、工业互联网等应用将开启新的应用场景。底层 IT 国产化是另一个趋势明确的产业方向，在逆全球化的背景下要实现大国崛起的使命，补足基础软硬件短板是必然选择。

短期看，关注供给端韧性

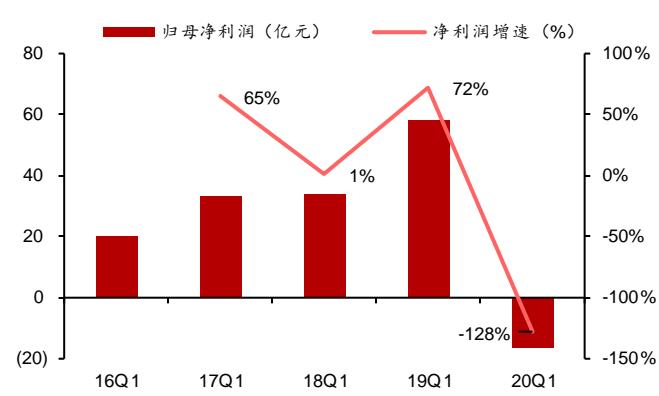
短期看，计算机行业受新冠疫情冲击较大。从一季报来看，2020Q1计算机行业公司收入同比下滑14%，归母净利润净亏损11亿元，同比下滑128%。

图表1：16Q1-20Q1 计算机行业一季度收入



资料来源：Wind、华泰证券研究所

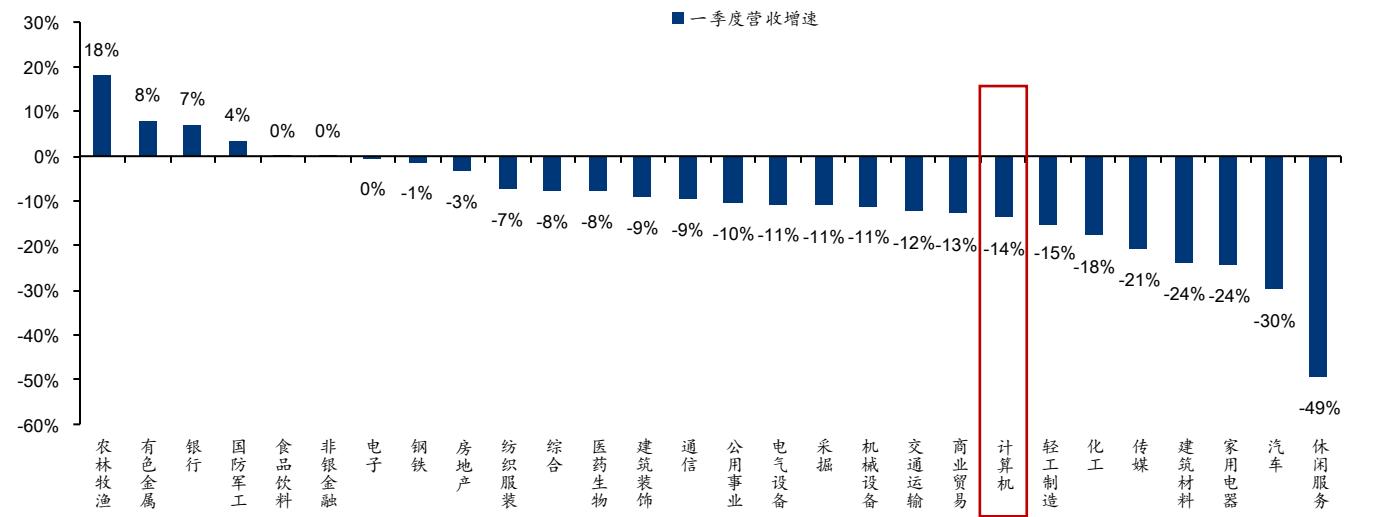
图表2：16Q1-20Q1 计算机行业一季度归母净利润



资料来源：Wind、华泰证券研究所

在申万一级行业中，计算机行业一季度收入同比增速排在所有行业中后半段。我们认为疫情对计算机行业的影响主要是一季度部分行业订单释放的延后和存量订单进场交付的延期。这两项因素直接导致计算机行业收入增速同比下滑幅度较大。

图表3：2020年一季度各行业营收同比增速（申万一级行业）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

从一季度计算机行业利润表来看，营业收入和营业成本同比双双下滑，毛利率同比微降。但销售费用率和管理费用率具备一定刚性，不降反升，造成行业归母净利润同比大幅下滑。

图表4: 16Q1-20Q1 计算机行业一季度利润表分析

亿元	16Q1	17Q1	18Q1	19Q1	20Q1
营业收入	617	739	926	1138	991
营业成本	448	537	672	829	739
毛利	169	202	254	309	252
销售费用	51	61	73	87	86
管理费用	95	111	132	81	77
营业利润	13	31	51	78	-1
营业外收入	14	15	2	1	1
利润总额	27	46	53	78	-3
所得税	7	9	10	13	8
归母净利润	20	37	41	64	-11
财务指标	16Q1	17Q1	18Q1	19Q1	20Q1
毛利率	27.4%	27.4%	27.4%	27.2%	25.4%
销售费用率	8.2%	8.3%	7.8%	7.7%	8.7%
管理费用率	15.5%	15.0%	14.2%	7.1%	7.7%
营业利润率	2.2%	4.2%	5.5%	6.8%	-0.1%
所得税率	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	0.8%
净利润率	3.3%	5.0%	4.4%	5.6%	-1.1%
营收同比增速	20%	25%	23%	-13%	
毛利同比增速	19%	25%	22%	-18%	
销售费用同比增速	21%	18%	20%	-1%	
管理费用同比增速	16%	19%	-39%	-5%	
营业利润同比增速	131%	64%	53%	-102%	
营业外收入同比增速	12%	-84%	-53%	25%	
归母净利润同比增速	83%	10%	57%	-118%	

资料来源：Wind、华泰证券研究所

我们认为对于一季度行业的表观业绩不必过于担心。从 2016-2019 年历史数据来看，计算机行业一季度收入利润全年占比较小，随着疫情后复工复产的推进，订单和现场交付陆续恢复。另一方面，疫情对各行各业向线上迁移起到促进作用，因此我们对 2020 年后三个季度的行业发展前景乐观，全年有望部分回补一季度造成的损失。

图表5: 计算机行业一季度/全年收入、归母净利润占比

	2016	2017	2018	2019
Q1 收入占比	15%	17%	18%	19%
Q1 归母净利润占比	7%	10%	14%	33%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

2020 年一季度经营韧性较强的子行业包括云计算底层、证券 IT、医疗 IT、5G 应用，均取得收入同比正增长。其中云计算底层和证券 IT 取得净利润同比正增长。下游政府客户收入占比较高的信息安全和信创领域，2020 年一季度收入同比下滑幅度较大。

图表6: 计算机子行业一季度收入同比增速

收入增速	17Q1	18Q1	19Q1	20Q1
云计算底层	48%	79%	28%	14%
云计算 SaaS	28%	21%	25%	-7%
证券 IT	8%	30%	15%	6%
银行 IT	2%	36%	0%	-2%
医疗 IT	42%	15%	22%	4%
信息安全	47%	30%	10%	-28%
5G 应用	14%	125%	25%	6%
信创	-68%	2%	26%	-25%

注：季度分析时剔除季度数据缺失的次新股

资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表7：计算机子行业一季度扣非净利润同比增速

扣非净利润增速	17Q1	18Q1	19Q1	20Q1
云计算底层	27%	94%	43%	44%
云计算 SaaS	-60%	-102%	5662%	-373%
证券 IT	-39%	93%	16%	101%
银行 IT	-35%	103%	29%	-37%
医疗 IT	63%	18%	55%	-43%
信息安全	-236%	-11%	-50%	-89%
5G 应用	-22%	32%	87%	-11%
信创	532%	-149%	-54%	-625%

注：季度分析时剔除季度数据缺失的次新股

资料来源：Wind、华泰证券研究所

短期投资策略：把握新需求，布局新机遇

新冠疫情对全球经济增长造成负面影响，但也为行业带来变革的机会。疫情期间，线下生产、研发、销售活动均向线上迁移，B 端上云趋势加速。远程办公、视频会议等产品需求大幅增长，云计算底层资源需求大幅上升。另一方面，疫情为远程教育、互联网医疗等新兴商业模式提供了低成本快速获客的机会，有望加速行业发展。

云计算底层

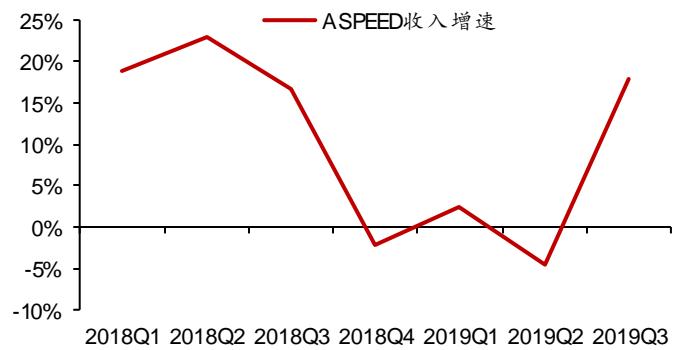
我们认为 2020 年云计算基础设施有望迎来需求增速向上拐点。抛开疫情的因素，服务器上游的芯片、BMC、存储等元件出货量已经从 2019 年下半年开始触底反弹，服务器整机出货量的变化一般滞后于上游关键元件出货量变化 2-3 个季度，因此 2020 年本身就应该是服务器整机出货量进入反弹周期的时间。叠加疫情影响，线上活动增加导致云计算底层扩容需求增加。根据阿里巴巴（阿里巴巴，BABA.N, 未评级）旗下阿里云官网，疫情期间线上办公流量激增，面对突如其来的海量需求，支持钉钉的河源数据中心在几天内连续扩容 10 万台云服务器。服务器需求反弹趋势进一步得到确认。

图表8：Intel (INTC.O,未评级) 数据中心集团收入同比增速



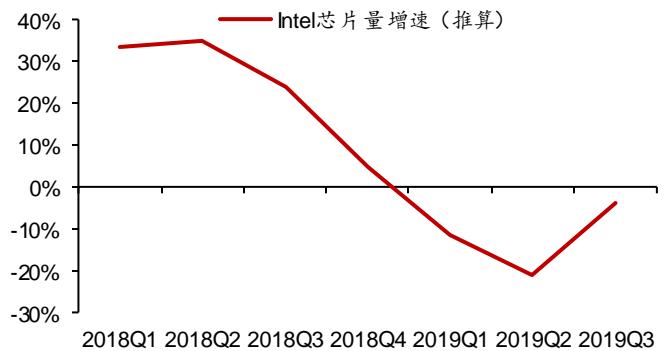
资料来源：Wind、Gartner、华泰证券研究所

图表9：Aspeed (5274.TWO,未评级) 收入同比增速



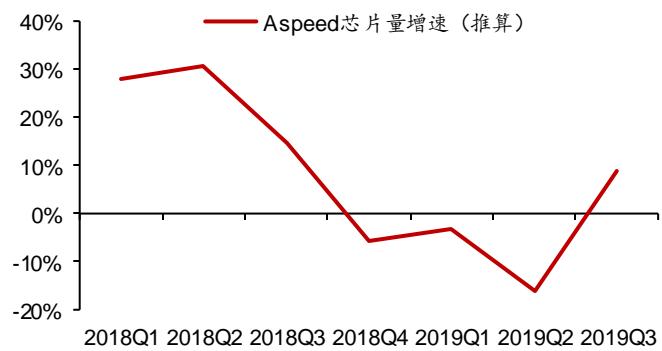
资料来源：Wind、Gartner、华泰证券研究所

图表10：Intel (INTC.O,未评级) 芯片量同比增速（华泰推算）



资料来源：Wind、Gartner、华泰证券研究所

图表11：Aspeed (5274.TWO,未评级) 芯片量同比增速（华泰推算）



资料来源：Wind、Gartner、华泰证券研究所

我们认为服务器下游需求景气度还可持续，主要原因在于云计算巨头服务器资本开支的增加。4月20日，阿里巴巴(阿里巴巴，BABA.N, 未评级)旗下阿里云宣布未来3年再投2000亿用于核心技术共建华为(未上市)数据中心建设。5月13日，腾讯控股(腾讯控股，0700.HK, 未评级)旗下腾讯云资源管理总监阮梦在对外沟通会上透露，长远规划部署的服务器将超过100万台。

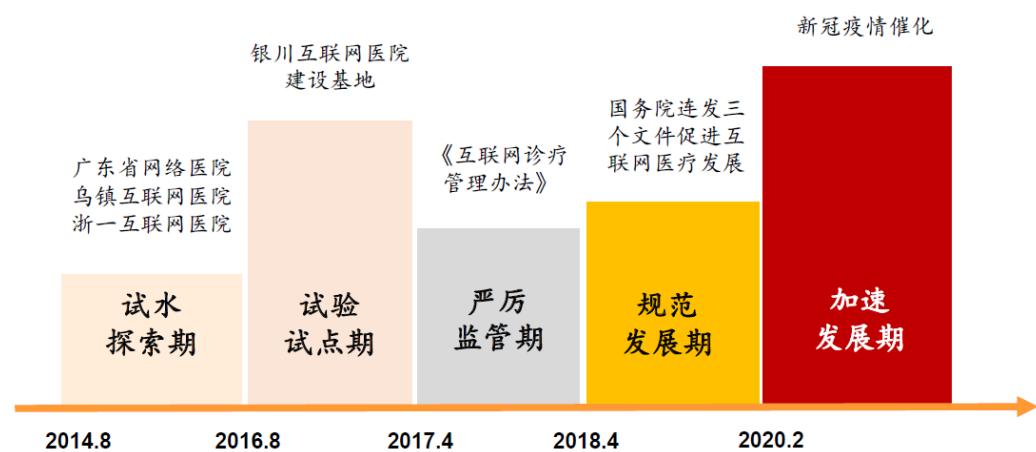
云计算底层：浪潮信息（000977 CH, 买入，目标价44.00-44.96元）。

互联网医疗

互联网医疗在抗疫中扮演重要角色。此次疫情具有高传染性的特点，因此医院成为交叉感染的高风险区域。普通感冒等轻微病症患者采用在线问诊，送药上门的方式进行诊断和治疗，减少前往医院暴露，能够降低感染风险。另一方面，激增的病患数量使得疫区大型医院不堪重负，轻微症状患者通过互联网医疗的方式进行诊疗，也能够有效缓解医院接诊压力。

互联网医疗开始实质性落地。新冠疫情成为互联网医疗落地的助推器，疫情期间，互联网医疗普及率提升，互联网医疗对接医保支付加速落地。我们认为互联网医疗发展有望进入快车道。

图表12：互联网医疗发展历程



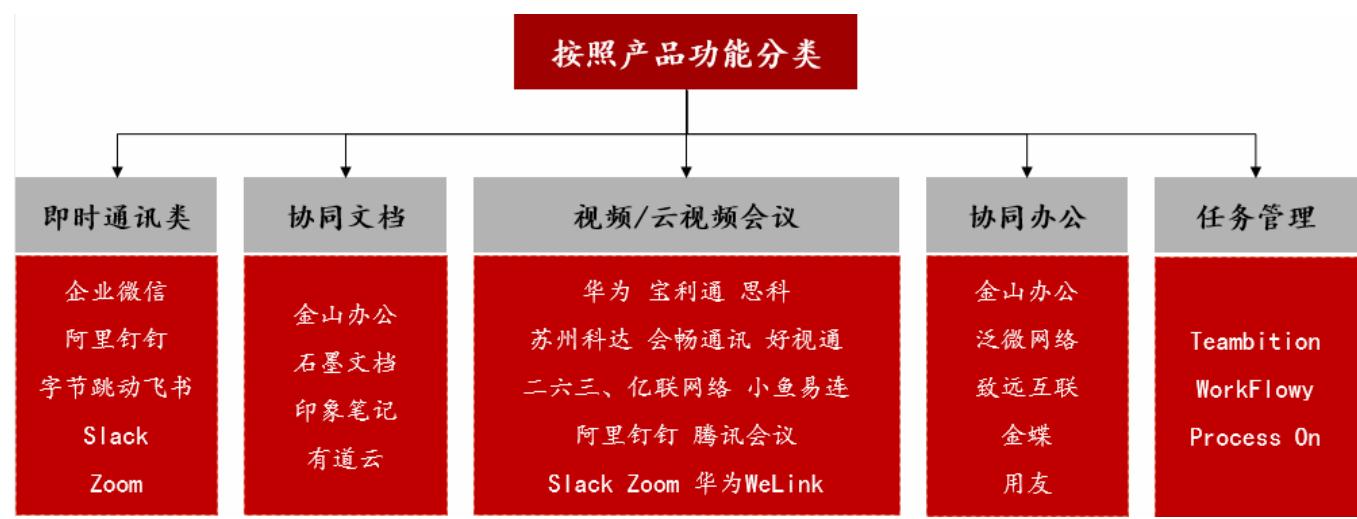
资料来源：动脉网、华泰证券研究所

我们看到疫情期间各地开始探索互联网医疗对接医保支付，国家发改委首提“探索互联网医疗首诊制”。无论是政策的放开还是客户接受度的提高，均有利于互联网医疗行业向前发展。医疗IT公司是互联网医院建设的主力军，有望从中受益。

云办公

疫情过后各大企业或加大对数字化转型的重视程度。未来协同办公中的主流细分场景均有望迎来发展机遇，视频会议是其中重要的应用场景之一。我们认为，产品力将成为云办公的核心竞争力。能够高度集成应用，深度对接企业内部系统的平台型企业及具有较强单品的中小型公司有望脱颖而出。

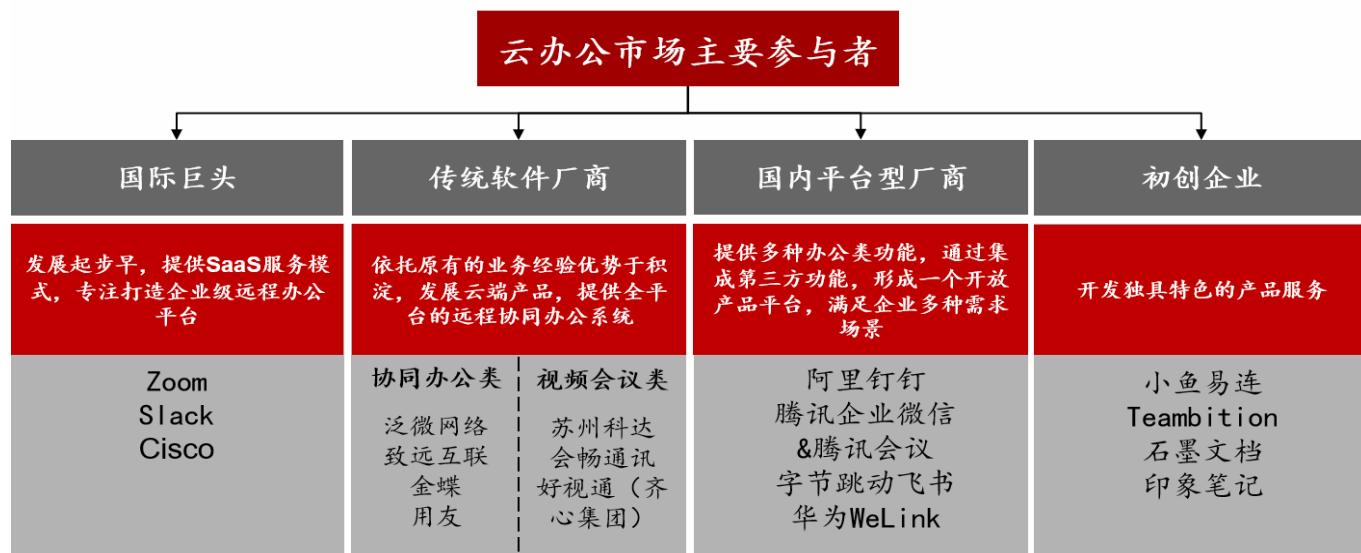
图表 13：云办公市场按照产品功能分类



资料来源：T媒体、CNITEYES.COM、华泰证券研究所

云办公产品不断升级，产品功能逐渐增强，从以即时通讯为代表的云协作产品发展到审批、业务类云办公产品，产品呈现出与企业业务结合逐渐深化的趋势。随着云办公产品功能不断增强，其应用场景也日渐多元化。短期内，受疫情影响，视频会议场景将是需求重点。长期看，此次疫情有望加速 B 端企业上云，云办公作为企业上云的核心应用，其发展有望加速。

图表 14：云办公市场主要参与者



资料来源：T媒体、CNITEYES.COM、华泰证券研究所

云视频领域公司包括：亿联网络 (300628 CH, 未评级)、会畅通讯 (300578 CH, 未评级)。
协同办公领域公司包括：金山办公 (688111 CH, 未评级)、泛微网络 (603039 CH, 未评级)。

中期看，关注需求端景气度

中期看，关注宏观经济对于企业信息化开支的传导。计算机行业承接各行各业的信息化升级需求，下游非常分散。新冠疫情对计算机需求端的冲击不会像对供给端的冲击那样迅速反应，而是存在一定的滞后效应，造成中期计算机行业或面临一定的需求端压力。因此，我们建议自下而上寻找高景气子行业，用微观的高景气对冲宏观的不确定。

中期投资策略：用微观高景气对冲宏观不确定

自下而上寻找高景气内需行业，用微观的高景气对冲宏观的不确定。在整体宏观经济不佳的环境下，我们建议寻找下游具有独立的需求逻辑，或有望受益于财政刺激的方向。我们认为这些领域有望取得超越行业基准的表现。疫情后互联网医疗发展提速，公共卫生 IT 升级或迎来财政支持，医疗 IT 需求景气度提升。法定数字货币试点开启，落地节奏加快，金融改革开放坚定推行，金融 IT 短期需求提振。网络安全行业，合规导向的需求逐渐向实战攻防导向变迁，推动行业商业模式从产品销售向服务提供升级。

医疗 IT

新冠疫情对于医疗信息化的影响分两方面，短期看医疗就诊方式的切换，长期看医疗系统短板的补齐。从目前观察到的进展来看，2020 或是传统医疗信息化订单大年。互联网医疗加速落地。

图表 15：新冠疫情对医疗信息化行业需求的刺激作用



资料来源：华泰证券研究所

专项债加持公共卫生信息化升级。从历史来看，大型公共卫生事件往往激发新一波区域卫生信息化的建设热潮。这就是区域卫生信息化的补短板逻辑。据 21 世纪经济报报道，2020 年全年专项债投资范围，新增了应急医疗救治设施、公共卫生建设，这意味着新冠疫情之后补短板需求开启。

医保信息化新一轮建设招标启动。2020 年各省将陆续启动全国统一的医保 IT 系统的建设，为 2021 年顺利推行 DRGs 做好准备。根据中国政府采购网信息，青海省于 3 月 12 日启动医保信息平台建设的公开招标，这是 2020 年全国第一个启动医保信息平台建设的省，意味着全国统一医保 IT 系统的建设大幕就此拉开。我们认为两会后，医保信息化建设订单有望加速释放。由于地方政府预算一般在两会审议，今年新冠疫情导致两会开会时间推迟，医疗体系前期工作重心也在防疫方面。我们预计随着疫情的稳定，两会的召开（2020 年 5 月 21、22 日政协、人大会议分别开幕），医保信息化建设有望步入正轨，相关订单有望在二季度加速释放。

重点推荐：创业慧康（300451 CH，买入，目标价 17.64-19.59 元）、久远银海（002777 CH，增持，目标价 51.44-53.35 元）、思创医惠（300078 CH，买入，目标价 13.95-17.05 元）、东华软件（002065 CH，买入，目标价 18.72-19.80 元）。

证券 IT

创业板注册制带来新变化，新需求。2020 年 4 月 27 日，深交所发布创业板改革并试点注册制的相关细则。我们认为，注册制的落地是金融制度创新的不断延续。在大的金融创新政策背景下，我们看好证券 IT 公司的业务机会。

我们认为，证券 IT 需求的本质是：变化。“变化”包括交易规则变化和政策变化。此次创业板注册制改革从交易规则变化的角度来拉动证券 IT 下游需求。《深圳证券交易所创业板股票交易特别规定（征求意见稿）》共计六章 32 条，具体包括总则、竞价交易、盘后定价交易、交易公开信息、其他交易事项及附则。主要内容包括：1) 完善创业板新股上市初期交易机制；2) 放宽创业板股票涨跌幅至 20%；3) 实施盘后定价交易；4) 增加连续竞价期间“价格笼子”；5) 设置单笔最高申报数量上限；6) 调整交易公开信息披露指标等。我们认为，这些交易机制的变化有望带来增量 IT 需求。

制度创新延续，业务创新加快，技术创新有望逐步落地。我们认为，对于证券 IT 的研究，将其放在大的宏观产业政策周期中。宽松的产业政策周期，更有利于证券 IT 增量需求的释放，以及技术创新和商业模式创新的落地。我们认为，以 2019 年年初券商第三方接口放开作为拐点，证券 IT 产业政策就已经进入政策宽松周期。其所表现出来的特点是：创新政策不断落地，金融主体业务类型不断增加，监管层对于新的金融 IT 技术不断给予应用的空间。我们认为，制度创新、业务创新、技术创新、商业模式创新，是金融创新在不同层面、不同维度的体现，始终一个结合体。制度创新一旦开启，后续或将逐步落地。

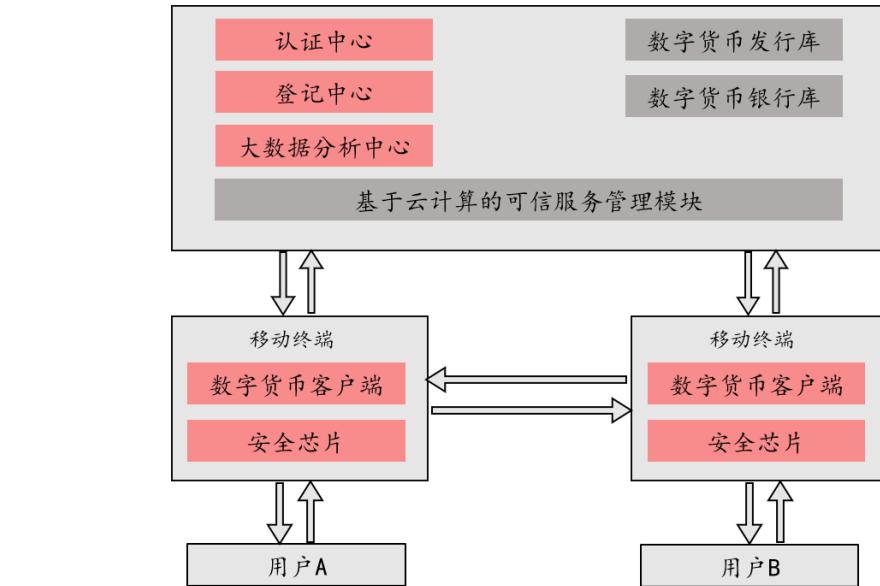
我们认为，在大的金融创新周期下，创业板注册制有望带来金融 IT 增量需求。我们推荐：东方财富（300059 CH，买入，目标价 23.14 元-23.58 元）、同花顺（300033 CH，增持，目标价 156.6-169.65 元）。

银行 IT

数字货币落地在即，重塑支付产业链。4 月 16 日，财联社报道，央行数字货币率先在苏州相城区试点，央行数字货币（DC/EP）将以交通费补贴的形式，在 5 月发放给苏州相城区各区政府机关、事业单位和直属企业员工，DCEP 标准出台有望超市场预期。目前由央行牵头四大国有商业银行，三大运营商共同参与的央行法定数字货币试点项目率先在深圳、苏州等地落地。建议关注面临升级改造需求的金融 IT 厂商、支付机具厂商，及有望深度参与体系建设的密码厂商。

我们认为，央行数字货币带来最大变化的方面即对于支付场景与渠道的改进与重塑。传统支付清算体系存在些许问题，可以理解为央行体系外电子支付的成熟，对于央行法币造成了压力：加重央行监管负担和压力，重复金融基础设施建设；加重央行对私人部门的价值担保，容易引发道德风险；削弱法定货币地位，降低货币政策有效性。央行数字货币（1）保留无需依赖第三方服务机构的现金支付特点；（2）法定数字货币的数字形式拓展了法币的支付网络；（3）改进纸币现金的固有缺陷。

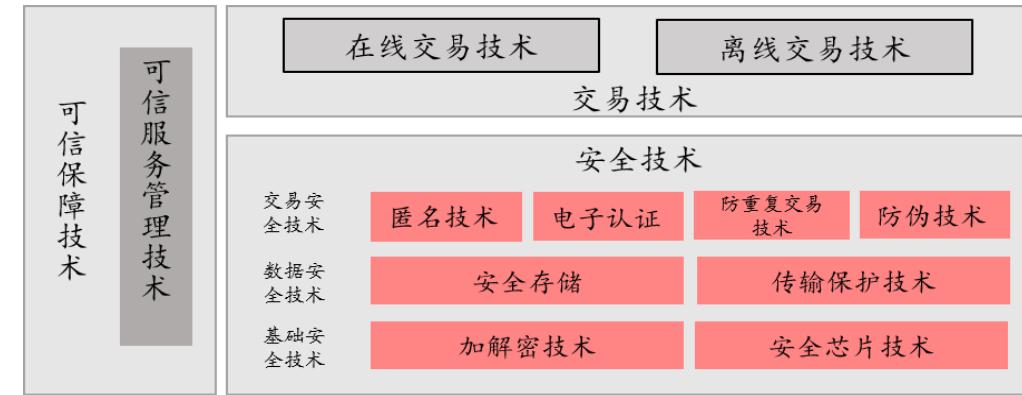
图表 16：央行法定数字货币运行框架



资料来源：《中国人民银行法定数字货币探索》，华泰证券研究所

央行数字货币有望带来银行支付清算 IT 系统升级需求。以 B To C 零售支付场景为例，如果使用联盟链为技术基础，则清算机构有可能被完全替代。但我们认为，现阶段的数字货币支付仍大概率依托现有商业银行账户及清算体系，清算系统接入央行与各商业银行数字货币系统，与结算、清算账户对接。故 DCEP 相关技术标准和建设规范明确后，商业银行核心系统、结算系统和支付清算机具有望迎来升级改造需求。

图表 17：央行法定数字货币核心技术



资料来源：《中国人民银行法定数字货币探索》，华泰证券研究所

密码厂商有望深度参与 DCEP 产业链建设。从安全的角度上看，数字货币是密码货币，它本身有密码算法来保护，前端在移动终端利用芯片技术，后台云端利用可信技术，传输过程加密。

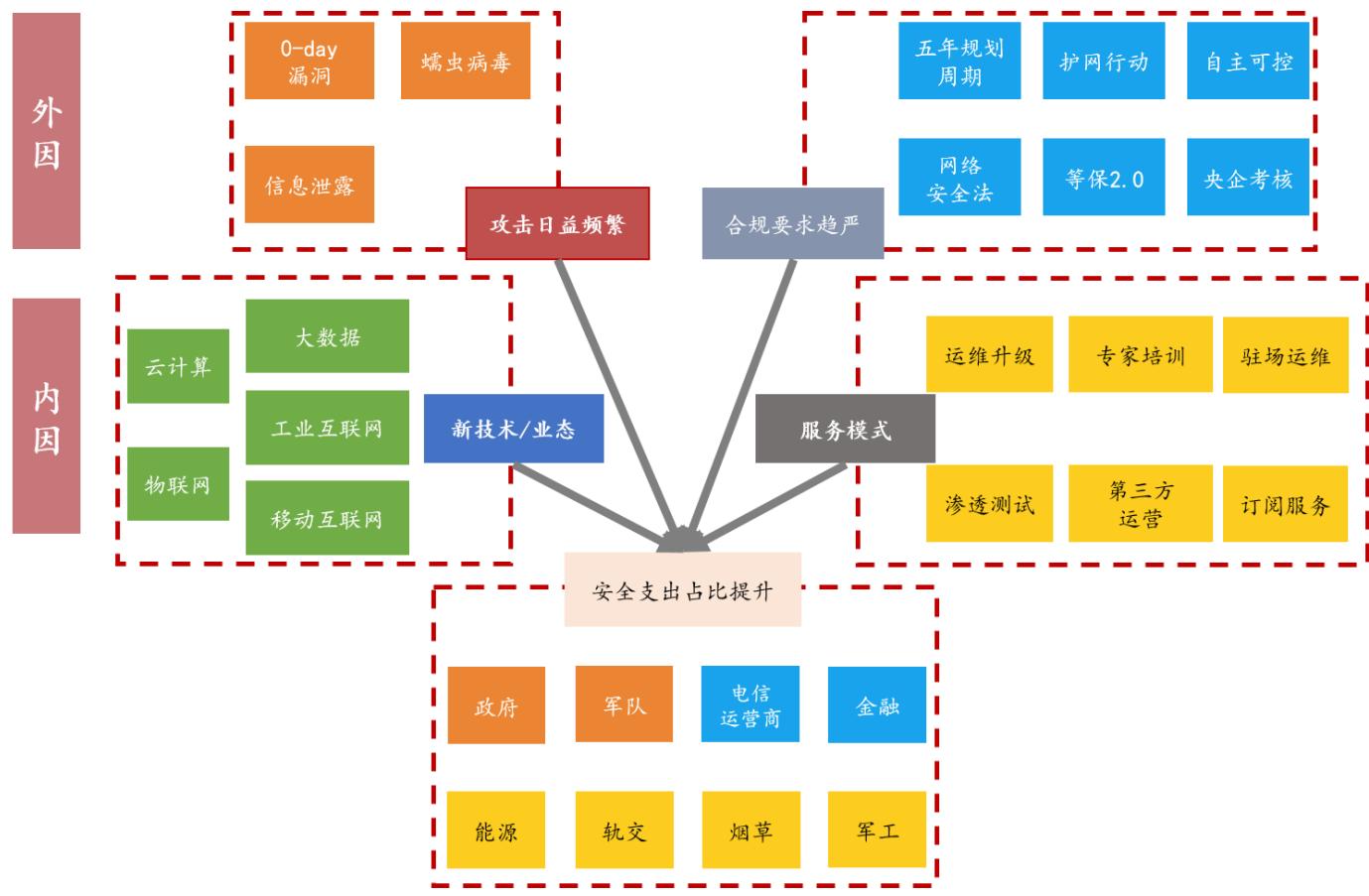
银行 IT 重点推荐：长亮科技(300348 CH, 增持, 目标价 27.22-28.13 元)、宇信科技(300674 CH, 增持, 目标价 52.44-53.40 元)。

支付清算机具厂商包括：新大陆(000997 CH, 未评级)、新国都(300130 CH, 未评级)
密码厂商包括：格尔软件(603232 CH, 增持, 目标价 53.91-58.81 元)、卫士通(002268 CH, 增持, 目标价 30.02-33.18 元)。

信息安全

合规驱动向安全驱动升级，政企支出上台阶。从合规角度来看，随着等级保护、护网行动常态化与信创进程不断深入，客户合规需求日益紧迫，安全行业下游需求力度有望进一步加大。从产业趋势看，信息安全正与云计算、5G、物联网、自动驾驶等技术或场景加速融合。政企客户上云、5G、物联网、自动驾驶在 2020 年的加速落地，都将带动安全需求进一步扩容。

图表 18：驱动信息安全行业需求的内因和外因



资料来源：华泰证券研究所

从下游支付能力看，政企信息安全投入有望增加。目前政治局会议定调货币与财政政策加大宽松力度，以刺激全年经济。往年，信息安全行业受下游客户预算影响较大，安全投入无论是绝对数还是占 IT 总投入的比例都有较大提升空间，根据 IDC 的数据，2017 年我国信息安全支出仅占 IT 总支出的 1.87%，而美国的占比达到 4.78%，而根据 2018 年 OMB (美国公共与预算管理办公室)，公共部门的信息安全投入占信息安全行业收入的比重接近 15%。我们认为，在政府财政刺激与“十三五”最后一年的影响下，安全预算投入或进一步增加。

随着信息安全与新兴技术及场景的加速融合，我们建议关注与云计算、5G、车联网等新兴领域有一定业务相关度的标的。

重点推荐：美亚柏科（300188 CH, 买入, 目标价 20.24~22.00 元)、启明星辰（002439 CH, 买入, 目标价 41.16-45.08 元)。

长期看，关注产业趋势

长期看，我们认为计算机行业高景气度有望持续。信息化对于各行各业生产、经营活动的影响将越来越大。使用信息化手段降本增效，能够帮助企业提升竞争力，实现行业整合。因此，国家提出新基建，为下一阶段经济发展指明方向。新基建一方面强调稳增长，另一方面更强调调结构。我们认为大数据、云计算、人工智能、工业互联网、5G 下游应用等产业趋势确定，高景气度长期持续。

长期投资策略：布局产业趋势明确的龙头标的

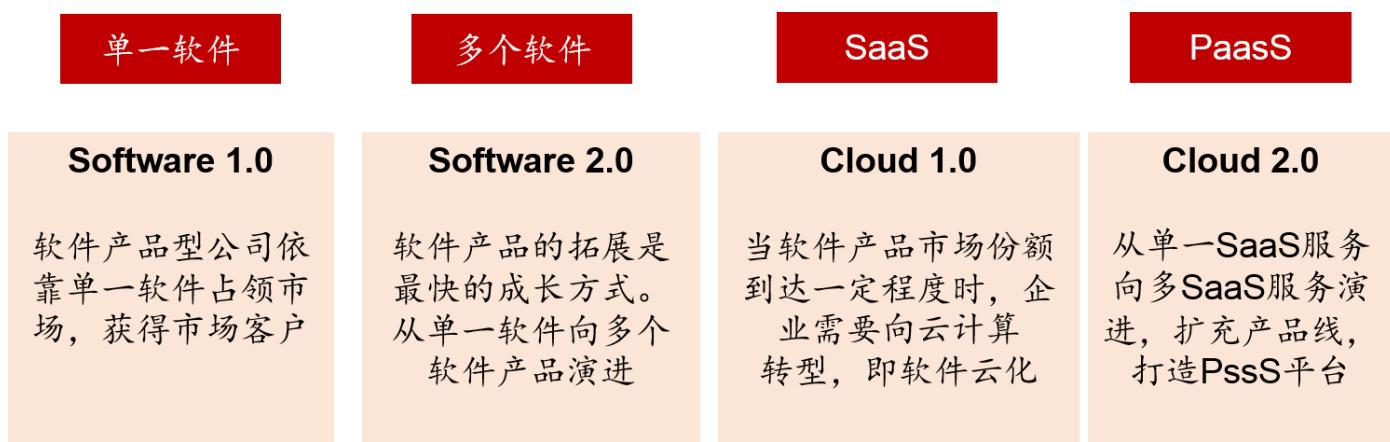
布局产业趋势明确的龙头标的。云计算是软件产业长期趋势，在云计算发展的过程中，底层云计算资源需求持续上升。软件产品走向云化，也有望成为行业技术潮流发展的方向。5G 下游应用是下一个技术红利带来的蓝海市场，超高清视频、VR/AR、工业互联网等应用将开启新的应用场景。底层 IT 国产化是另一个趋势明确的产业方向，在增强国产 IT 供应链安全性的要求下，补足基础软硬件短板是必然选择。

无论是云计算、5G 应用，还是国产化产业，龙头厂商有望进一步巩固竞争优势。在疫情对宏观经济造成负面冲击的情况下，中小型厂商风险承受能力弱，受影响程度大，而龙头厂商风险承受能力和调解能力相对较强，更有能力化危为机，提升市场份额和产业链定价权。

云计算应用

疫情加速 B 端企业从传统的 IT 架构向云端迁移。我们发现，现有的云技术和云产品完全能够支持企业业务的云端部署，但由于不同企业对云认知不同，或者对核心业务数据安全的考量，B 端企业向线上迁移的过程并不是很顺畅。我们认为，这其中很重要的一个因素就是企业上云的主观意愿。

图表 19：软件交付方式和商业模式进化历程



资料来源：华泰证券研究所

我们认为，此次疫情或将加快企业向线上迁移的进程。具体来看，1) 强化企业对云产品的认知。2) 强化企业对云产品的使用习惯。3) 使用习惯一旦养成，付费意愿也将逐步体现。这一点类似于移动互联网对 C 端用户付费意识的培养。

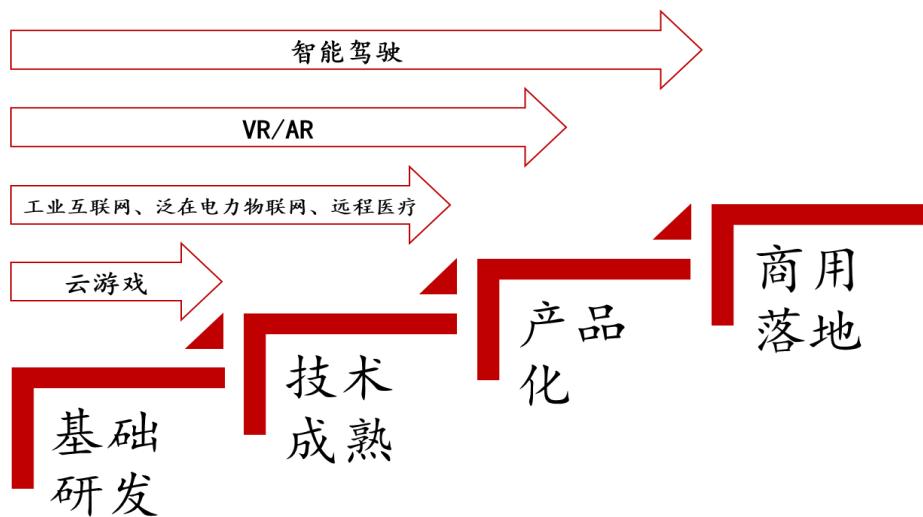
从具体来看，此次疫情对 B 端企业影响，更多体现为对作方式的影响，短期从原有的线下模式被迫移至线上。而且目前线上开展的业务内容更多的是以交互为主。但我们认为，毕竟此次疫情是一起突发事件，对产业趋势的影响小。长远来看，我们认为，此次疫情可能会加快 B 端企业的云化进程。包括我们上面讨论的企业在线协同办公、视频会议等都是 B 端企业云化的体现。云服务对企业业务流程的覆盖有望更深、更广。

云计算应用：重点推荐用友网络（600588 CH，增持，目标价 50.70-54.36 元）、石基信息（002153 CH，增持，目标价 48.62-51.34 元）。

5G 应用

2019 年是 5G 基建元年，带来 5G 上游的电子、通信产业链订单景气度集体回暖。2020 年，伴随着 5G 基础设施覆盖率的提升和 5G 终端的普及，5G 下游应用有望成为下一个投资热点。我们预计运营商会是 5G 商业化场景加速成熟的主要推动力量，因为运营商是 5G 基建的主要投资方，完成基建之后势必需要开发更丰富的商业化场景，以提升 5G 基建的投资回报率。5G 下游应用众多，to B 领域包括智能驾驶、工业互联网、泛在电力物联网、远程医疗等应用；to C 领域包括云游戏、VR/AR 等应用领域。

图表 20：5G 下游应用商业化落地路径



资料来源：华泰证券研究所

以 5G 网络、云计算、工业互联网为代表的数字化网络和智能化产业应用是新基建的核心内容。目前工业互联网、5G 应用等产业目前还处于早期发展阶段，未产生绝对龙头。在新基建的历史机遇下，此类行业潜力标的收入规模有望加速成长，在经济转型中贡献更大力量。

工业互联网：推荐能科股份（603859 CH，买入，目标价 46.41-47.31 元）。

超高清视频：当虹科技（688039 CH，未评级）、数码科技（300079 CH，未评级）。

国产 IT 底层崛起

目前，打造中国自主的 IT 底层架构已经形成产业共识。计算机行业目前正处于几条科技主线之中。第一条主线是，贸易摩擦带来的中国自主基础软硬件的发展和崛起。第二条主线是，以华为为核心带动的整个国内 IT 产业链。第三条主线是，5G 开启的新的科技浪潮和产业周期。这三条主线逻辑相互独立，同时又相互交织在一起。这三条主线的意义都是打造中国自主创新的 IT 产业格局。

中国自主品牌 IT 生态系统的建立，需要底层核心部件和上层应用形成很好的适配和耦合。2019 年，我们已经看到中国自主品牌在底层基础核心部件方面，逐步得到应用。无论是 CEC、CETC 还是华为，都在建立底层架构生态体系。

目前基于国产基础软硬件体系的整机和服务器处于从“可用”向“好用”的进化阶段。经过多年的产品研发积累，国产基础软硬件体系目前已经处于“可用”状态，但相比成熟的 wintel 体系，国产基础软硬件体系在产品性能、软件生态、用户使用体验等，以及未来可预见的售后、运维等还面临众多难题，正处于从“可用”向“好用”的进化阶段。

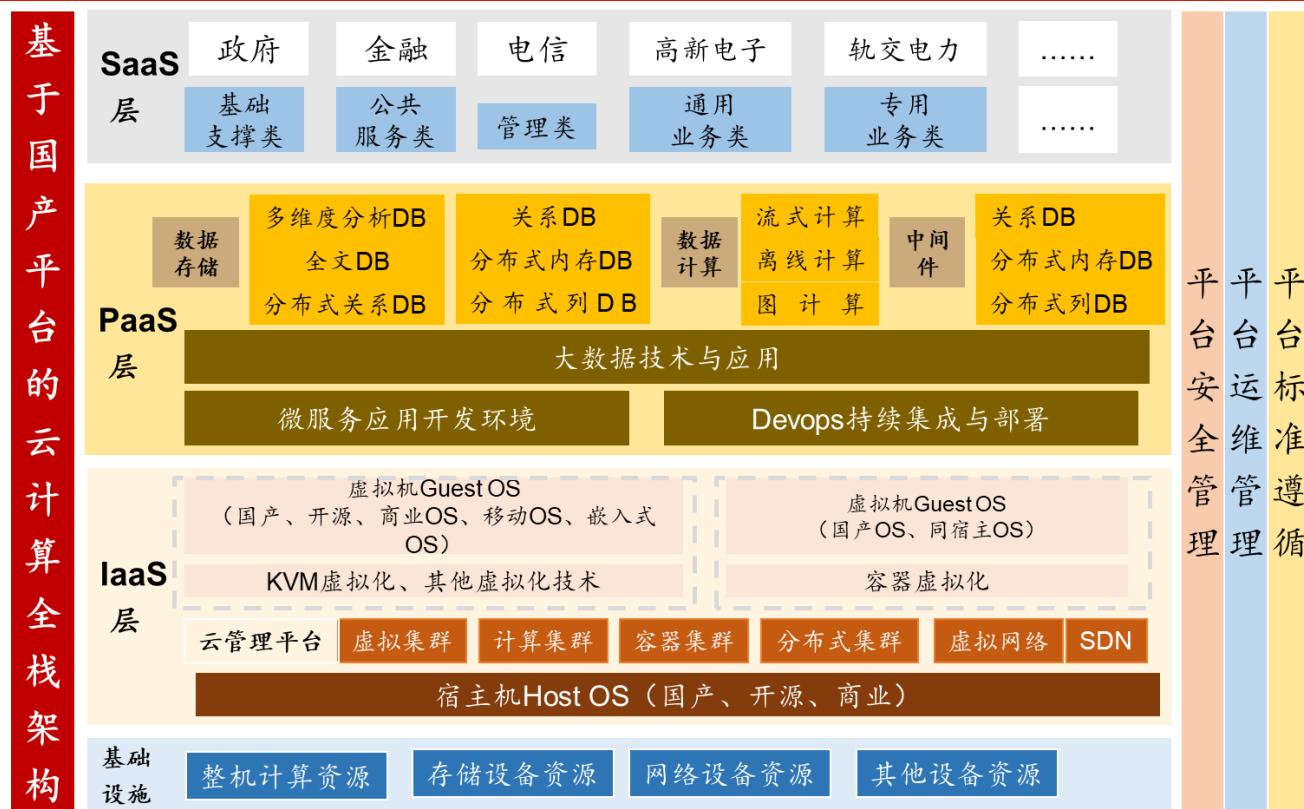
国产 IT 底层：中国软件（600536 CH，未评级）、中国长城（000066 CH，未评级）、东方通（300379 CH，未评级）。

图表21：国产IT底层全栈式解决方案

基于国产平台的终端全栈架构	行业应用	政府	电信	金融	轨交电力	教育	家庭商用
	常用软件	办公流版签	浏览器	邮箱	业务软件	社交软件	
		影音视听	图片处理	字典软件	安全工具	输入法	
	外设驱动	打印机	扫描仪	读卡器	高拍仪	USBKey	摄像头/MIC
	操作系统	国产操作系统		开源/商业操作系统		移动操作系统	
	桌面云			桌面云			
	固件	国产固件、开源固件					
	形态	台式机	一体机	笔记本/平板		专用机	瘦终端
	整机	OEM厂商		ODM厂商			
	芯片架构	龙芯	飞腾	鲲鹏		海光	兆芯
							申威

资料来源：华泰证券研究所

图表22：国产云计算平台全栈式解决方案



资料来源：华泰证券研究所

重点推荐标的

图表23：重点推荐标的估值表

证券代码	证券简称	评级	收盘价(元) 2020/5/18	目标价 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
						2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
600588 CH	用友网络	增持	49.20	50.70-54.36	1,232	0.47	0.48	0.61	0.79	104	103	81	62
002439 CH	启明星辰	买入	41.15	41.16-45.08	384	0.74	0.98	1.3	1.58	56	42	32	26
000977 CH	浪潮信息	买入	40.90	44.00-44.96	589	0.64	0.96	1.39	1.92	63	43	29	21
300451 CH	创业慧康	买入	16.13	17.64-19.59	179	0.28	0.39	0.51	0.64	57	41	32	25

注：以下重点公司推荐文字内容来自最新公司报告

资料来源：Wind、华泰证券研究所

用友网络（600588 CH，增持，目标价：50.70-54.36 元）：企业云 SaaS 龙头

我们认为，用友网络作为企业管理软件龙头，在云转型加速推进的背景下，有望逐步成长为国内云 SaaS 龙头。用友在国内市场拥有稳定的客户基础，随着其不断构建完整的企业云解决方案，产品竞争力增强。我们预计，在企业加速向云迁移的过程中，用友有望迎来新的业务机会和成长空间。预计 2020-2022 年净利润为：12.13/15.20/19.84 亿元，目标价 50.70-54.36 元。我们采用分部估值方法估值。对于软件相关业务，采用 PE 估值法。可比公司 2020 年 Wind 一致预期 PE 均值 57 倍。考虑公司在 ERP 领域的领先地位，给予软件业务 PE 估值 59-60 倍，对应估值为 715.70-727.80 亿元。对于云业务，采用 PS 估值。2020 年可比公司 Wind 一致预期平均 PS 估值 12 倍。考虑到云业务的成长性，给予 2020 年云业务 PS 估值 13-15 倍，对应市值 532.20-614.10 亿元。综合以上，我们预计 2020 年目标市值为 1268.90-1361.30 亿元。给予“增持”评级。

可能的主要风险在于：1) 宏观经济影响下行影响收入增速。企业管理软件业务与宏观经济存在一定的正相关性，如果宏观经济下行，可能会影响公司收入增速。2) 云转型进度低于预期。目前公司正处于从软件向云转型的期间，如果云产品的推广进度低于预期，可能会影响公司云业务收入。

启明星辰（002439 CH，买入，目标价 41.16-45.08 元）：三大新兴业务维持高增长

2019 年营业收入 30.89 亿元，同比增长 22.51%，归母净利润 6.88 亿元，同比增长 20.97%，扣非后净利润 5.74 亿元，同比增长 31.83%。2019 年，公司信息安全产品收入 22.21 亿元，同比增长 19.79%。安全运营与服务收入 8.48 亿元，同比增长 31.67%，收入占比 27.45%，同比提升 1.91pct。2019 年，公司加强市场开拓、行业布局及渠道建设，同时加强新产品的研发，销售、研发费用同比增长 13.78%、10.50%。我们认为，公司渠道体系建设初具规模，2020 年将协同城市安全运营中心，进一步提升区域市场业务规模。

公司有稳定的利润体量，适用于 PE 估值法。考虑到 2019 年安全运营、云安全、工控安全三大战新业务快速增长，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 9.11/12.15/14.74 亿元。可比公司 Wind 一致预期 20 年 PE 均值为 44 倍，给予公司 42-46 倍 PE，对应目标价 41.16-45.08 元，维持“买入”评级。可能的主要风险在于：1) 客户安全支出受限。2) 科技股估值回调。

浪潮信息（000977 CH，买入，目标价 44.00-44.96 元）：2020 年下游需求景气度向上

2019 年公司收入 516.53 亿元，同比增长 10.04%，归母净利润 9.29 亿元，同比增长 41.02%，扣非归母净利润 8.01 亿元，同比增长 30.64%。我们认为，云服务器、AI 服务器有望继续驱动公司业绩快速增长。

公司适用于 PE 估值法。我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 13.79 亿元、20.08 亿元、27.67 亿元，EPS 为 0.96/1.39/1.92 元。可比公司 2020 年平均 PE（根据 Wind 一致预期）为 46 倍，考虑到浪潮未来两年净利润的高成长性，基于 2020 年 PE46-47 倍，对应目标价 44.00-44.96 元，维持“买入”评级。可能的主要风险在于：1) 服务器下游需求低于预期风险。2) 毛利率提升幅度低于预期风险。

创业慧康 (300451 CH, 买入, 目标价 17.64-19.59 元): 医卫 IT 稳健增长, 医保 IT 顺势而生

2019 年医卫信息化业务在电子病历评级、互联互通评级、医联体等医改政策带动下, 订单和收入高速增长。2019 年公司医疗行业收入同比增长 40.68%, 连续三年保持 30% 以上的增速。根据年报, 公司将大数据、人工智能、区块链等新技术融入解决方案, 同时产品交付速度也得以提升。2019 年公司中标国家医保局信息化平台建设项目, 依托此次中标, 公司已开发出省级智慧医保信息平台、DRGs 统一分组和服务平台、商保服务和支付平台等医保信息化产品, 为 2020 年全国统一医保 IT 系统改造做好准备。

我们预计 2020 年是全国统一的医保 IT 系统招标大年, 公司依托参与国家医保局信息系统开发的先发优势, 有望在医保 IT 市场获得新的收入增长点。公司适用于 PE 估值法, 我们预计 2020-2022 年公司净利润分别为 4.35、5.64、7.15 亿元, EPS 分别为 0.39、0.51、0.64 元, 2020 年可比公司平均估值 50 倍 PE (Wind 一致预期), 给予公司 2020 年 45-50 倍目标 PE, 目标价 17.64-19.59 元, 维持“买入”评级。(注, 公司 2020 年 4 月 30 日实施除权, 股份变动, 此处 EPS、目标价亦根据最新报告进行折算)。可能的主要风险在于: 1) 电子病历评级达标率低于预期。2) 医保 IT 建设力度低于预期。3) 平台化推广进展慢于预期。

风险提示

- 1) 全球疫情出现反复, 影响复工复产, 进而影响到计算机行业项目的实施和交付, 商务活动的减少或影响新增订单量。
- 2) 实体经济恢复情况低于预期, 企业实体或采取降低 IT 开支的方式来降低总成本, 影响计算机行业下游需求。
- 3) 中美关系不确定性上升, 美国对工业软件、基础软件半导体产业等的禁运措施或影响计算机行业产品的正常供给。

免责声明

分析师声明

本人，谢春生、郭雅丽、郭梁良，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户提供。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间迟延。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师谢春生、郭雅丽、郭梁良本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日起 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1% 或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

— 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

增持 行业股票指数超越基准

中性 行业股票指数基本与基准持平

减持 行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

— 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

买入 股价超越基准 20% 以上

增持 股价超越基准 5%-20%

中性 股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持 股价弱于基准 5%-20%

卖出 股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 2583389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD# .298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

<http://www.htsc-us.com>

© 版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司