

基础软硬件，填补中国 IT 产业最后一块版图

——计算机行业 2020 年年度投资策略

报告摘要：

从历史复盘来看，计算机行情周期一般 2-3 年。2018-2019 年计算机行业进入上升周期，因此周期高峰大概率出现在 2021 年后半年或 2022 年，细分来看，2020 年的核心驱动力一定是创新可信，其他计算机公司会被带动；2021 年可能是 5G 应用的大年，类似 13-15 年的周期，2015 年是移动互联网的高峰一样。

看好基础软硬件行业整体行情。未来五年软件行业将迎来一次重要的变革时期。看好软件行业的同时，主要看好龙头，存量竞争下，竞争将更加残酷，差异化显著扩大。短期最看好的细分方向，是大安全，包括网络安全、终端安全、数据安全多个方向。其次看好医疗信息化相关方向。5G 是最值得期待的技术革命方向，5G 同时决定了中国 B 端产业云计算的发展机遇，最看好的细分方向是工业互联网、智能车联网和各细分行业的云计算发展。

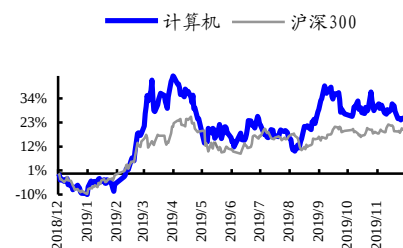
看好华为产业链，信息产业有望重塑。2019 年 9 月 18 日至 9 月 20 日，华为发布基于“鲲鹏+昇腾”双引擎正式全面启航计算战略，表示未来五年计划投入 15 亿美金用于发展产业生态，并发布《鲲鹏计算产业发展白皮书》。华为鲲鹏产业链未来的价值：从市场化角度切入，全面激活中国 IT 信息产业，看好芯片、操作系统、中间件、存储等基础软硬件领域全面重塑。

看好金融科技、信息安全、云计算等细分领域景气度提升。招行明确加码金融科技投入，华为有望引领金融创新，看好金融行业信息基础设施逐步实现创新可信替代。2025 年信息安全市场空间有望超 2000 亿，行业景气度有望提升，建议积极把握几类安全公司投资机会。从当前时点来看，云计算厂商 20 年资本开支回暖趋势确定；5G 商用临近，2020 年大概率迎来运营商集采大年；下游需求多点回暖，周期底部行业拐点已现。

推荐标的：

- a) **金山办公**：C 端业务高增长变革商业模式，创新可信市场超 200 亿水大鱼大。
- b) **东方通**：中国中间件开拓者和领导者，“创新+华为”双轮驱动。
- c) **浪潮信息**：行业地位持续扩张，需求回暖最受益标的。

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-3.38%	-2.06%	29.86%
相对收益	-0.44%	-1.74%	8.95%

行业数据

成分股数量 (只)	266
总市值 (亿)	30228
流通市值 (亿)	21351
市盈率 (倍)	49.75
市净率 (倍)	3.26
成分股总营收 (亿)	8044
成分股总净利润 (亿)	429
成分股资产负债率 (%)	43.46

相关报告

《计算机 (0771)：Q3 腾讯资本开支超预期，国内需求拐点确立》

2019-11-14

《金融创新点评：构建金融行业开放创新的可信生态体系》

2019-11-12

重点公司主要财务数据 (截至 11 月 29 日)

重点公司	现价	EPS			PE			评级
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
金山办公	136.50	0.76	1.78	2.61	179.61	76.69	52.30	买入
东方通	39.29	0.57	1.35	2.13	68.93	29.10	18.45	买入
浪潮信息	29.94	0.68	1.07	1.56	44.03	27.98	19.19	买入

证券分析师：安永平

执业证书编号：S0550519100001

研究助理：邵珠印

执业证书编号：S0550119110012

研究助理：赵伟博

执业证书编号：S0550119110002

1. 行业周期逻辑：计算机行业十年复盘

2008-2010 年牛市：2008 年 11 月 4 日-2010 年 12 月 14 日，约 25 个月，涨幅 284%；驱动因素包括：家电电脑下乡政策、电子信息产业振兴规划出台、核高基推动软件国产化、高景气行业，如医疗信息化 HIS，电力信息化 SG168、电信 3G 投资、金融 IT 进入加速投资期；后周期属性。

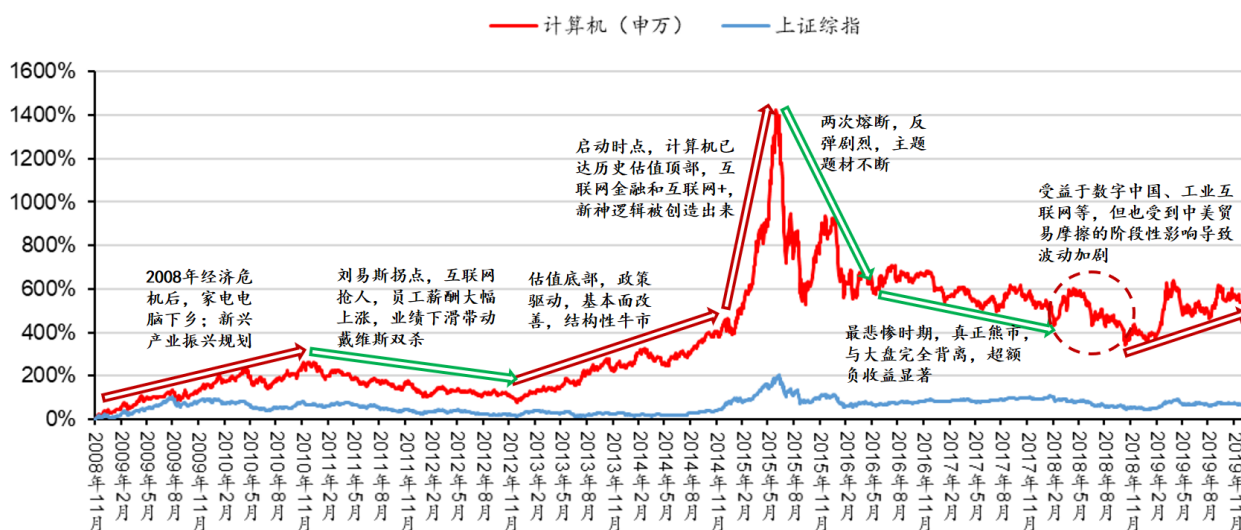
2010-2012 年熊市：2010 年 12 月 14 日-2012 年 12 月 4 日，约 24 个月，跌幅 53%；驱动因素包括：新股发行导致 A 股整体估值下降，员工薪酬大幅增长，次新股业绩地雷频出，09 年 A 股整体调整间，计算机大涨，叠加业绩不达预期，戴维斯双杀。

2012-2015 年牛市：2012 年 12 月 4 日-2015 年 1 月 5 日，约 24 个月，涨幅 183%；驱动因素包括：员工薪酬压力缓解；板块调整时间较长；国家智慧城市试点名单出台；商业模式由产品和项目向运营转变；棱镜门事件促进我国网络信息化建设提速。

2015-2018 年 2 月熊市：2015 年 6 月 12 日-2018 年 2 月 7 日，约 32 个月，跌幅 64%；驱动因素包括：互联网金融监管开启并逐渐加剧等。

2018 年 2 月以来：股市波动加剧，同时受到数字中国、工业互联网和中美贸易摩擦的影响，整体呈现上升走势。2018 年 2 月，恒生电子、用友网络、广联达等白马股已经处于底部。2019 年 2 月以来，计算机指数走出真正牛市行情。

图1： 2008 年以来申万计算机指数与上证综指走势对比



资料来源：东北证券，Wind

总结来看，历史周期一般 2-3 年，2018-2019 年计算机行业进入上升周期，因此周期高峰大概率出现在 2021 年后半年或 2022 年，细分来看，2020 年的核心驱动力一定是创新可信，其他计算机公司会被带动；2021 年可能是 5G 应用的大年，类似 13-15 年的周期，2015 年是移动互联网的高峰一样。

通过复盘历史十年计算机行情走势，我们得出以下结论：

- 1) 计算机行业历史估值波动区间较大，赚估值的钱看似更容易；
- 2) 每一波大行情起点，估值都在 15-25 倍，低估值才能吸引足够多的资金热情；
- 3) 高增长业绩兑现公司数量高度稀缺，业务模式多为 2C 或 2 小 B，边界扩张压力小，边际成本低；
- 4) 每年涨幅前十名个股，大部分由高送转、新主题、借壳收购公司占据，但一轮行情的复合收益最优选择仍是基本面最好，增长最确定的公司。

2. 基础软硬件，填补中国 IT 产业的最后最关键版图

我国软件行业由高增长转为稳步较高增长，增配龙头，对超车故事多考虑多怀疑。

2010 年开始，我国软件行业进入行业转型阶段，2015 年之后，收入由之前 20% 以上的高增速转为 15% 左右的较高增速。但信息安全、云计算、医疗信息化仍保持高增长，较高增长时代，超车机会减弱，龙头性价比显著提高。

产业互联网时代，新的竞争对手既是挑战也是机遇。面对新的竞争对手，如 BAT 等互联网巨头、华为等科技巨头、平安科技等金融巨头、未来房地产巨头？机遇与挑战并存，由于各方侧重点和目标的不一致，导致竞合关系出现，股权投资是重要表现。我们认为，成功进入 B 端产业互联网阶段的关键在于打通 B 端-互联网-C 端的整体产业构架。在新时代的产业互联网中，就有两个创造新增量的关键连接环节：一是最终 2C 的流量环节，其商业模式与此前相比没有本质差别，但增加了新的需求和供给，因此能够提供更多服务；二是与上游供应商以及政府机关等服务机构的对接环节，最终形成完整产业链条。

最终靠的是竞争实力。软件是人才密集型行业，而非资本密集型行业。人才管理是软件企业的重点和难点内容。认为在其他行业无敌的互联网、金融、房地产巨头就能在软件行业无敌，这种观点过于简单，由于商业模式差别，跨界存在难度。

政策强力支持，现在的软件行业就是五年前的半导体行业。2014-2019 年，国家大力扶持半导体产业，政策推动，“整芯”工程效果显现。中国半导体行业五年牛市，而软件振兴规划的发布，探讨软件行业复制半导体行业发展存在可能性，预期“铸魂”工程将催动软件行业发展。

主要的技术趋势：云计算与 5G。

核心结论：

- 1) 对软件行业持整体看好的观点，未来五年软件行业将迎来一次重要的变革时期。
- 2) 看好软件行业的同时，主要看好龙头，存量竞争下，竞争将更加残酷，差异化显著扩大。
- 3) 短期最看好的细分方向，是大安全，包括网络安全、终端安全、数据安全多个方向。其次看好医疗信息化相关方向。
- 4) 5G 是最值得期待的技术革命方向，5G 同时决定了中国 B 端产业云计算的发展机遇，最看好的细分方向是工业互联网、智能车联网和各细分行业的云计算发展。

主要推荐公司

1. 大安全

- (1) 终端安全：金山软件（金山办公）、中国软件、中孚信息、中国长城、景嘉微
- (2) 网络安全：深信服、启明星辰、三六零、绿盟科技
- (3) 数据安全：美亚柏科

2. 云计算

- (1) IDC：宝信软件
- (2) 服务器：浪潮信息
- (3) SaaS：广联达、用友网络、石基信息
- (4) 城市大脑：千方科技

3. 医疗信息化：卫宁健康、创业慧康、思创医惠、久远银海、东华软件

4. 金融信息化：恒生电子、东方财富、同花顺、长亮科技

5. 工业互联网：用友网络、东方国信

6. 智能车联网：四维图新、中科创达

3. 华为产业链：从华为鲲鹏白皮书看中国信息产业的重塑

2019年9月18日至9月20日，华为发布基于“鲲鹏+昇腾”双引擎正式全面启航计算战略，表示未来五年计划投入15亿美金用于发展产业生态，并发布《鲲鹏计算产业发展白皮书》，预计到2023年，全球计算产业投资空间1.14万亿美元；中国计算产业投资空间1043亿美元，接近全球的10%。

图2： 鲲鹏计算产业合作共赢体系



资料来源：东北证券，华为全联接大会

核心技术缺位导致中国IT信息产业生态处于残缺发展状况，软件行业或可复制互联网行业的发展道路。在中国的IT产业图谱中，欠缺了一个完整的IT架构中最核心环节，如CPU、操作系统、数据库，以及高端的大型机、小型机和高端存储等。反而是互联网和通讯服务领域的阿里和华为实现了万亿企业之路，进而开始填补中国软件行业的这一未来。华为的鲲鹏、昇腾芯片，鸿蒙、欧拉操作系统，GaussDB系列数据库和阿里云的飞天云计算底层架构、Oceanbase数据库，奠定了未来中国IT计算领域的核心底层基础设施。我们认为中国软件行业或可复制互联网行业的发展道路，走出一条属于中国IT信息产业生态的道路，我们正在看到这个机会到来！

华为鲲鹏产业链未来的价值：从市场化角度切入，全面激活中国IT信息产业。相比过去以国家力量做创新替换华为以市场化的力量，首先从通信和消费电子市场突围，开辟了芯片、操作系统、数据库和存储等最核心产品体系，并深度融合到ARM等开源生态架构。我们认为鲲鹏计算产业将带来鲶鱼效应，凭借市场化竞争让所有产业链玩家都会做的更好，其本质是对整个中国IT信息产业的一次全面激活。

，具体基础架构层包括：

芯片：打造“算（Kunpeng通用处理器）、存（SSD控制器芯片）、传（智能网卡芯片）、管（智能管理芯片）、智（AI处理器）”五个子系统的芯片族；

操作系统：欧拉OS/FusionInsight HD云操作系统；

数据库：GaussDB：核心交易型、事务处理与分析混合型、联机分析处理型；

存储：OceanStor 高端存储、FusionStorage 分布式存储、Dorado 全闪存等。

推荐标的：诚迈科技（深之度）、东方通、神州数码、东华软件、景嘉微、太极股份、北信源。

4. 金融科技：市场空间广阔，创新应用替代可期

金融 IT 行业空间广阔，招行等金融机构提出加大金融 IT 投入占比。招商银行 10 月 24 日晚发布公告，公司修订章程获银保监会批准，新的公司章程要求每年金融科技整体预算原则上不得少于本行上一年度营收的 3.5%、其中“招行金融科技创新项目基金”预算额度原则上不低于上一年营收的 1%。

2018 年招商银行信息科技投入金额 65.02 亿(同比+35%)，占 2017 年营收的 2.94%。按照招商银行 2019 年 wind 一致预期收入 2709.3 亿预估，2020 年招行金融科技投入预算应为 94.83 亿，18-20 年金融科技投入复合增速 21%，金融科技投入保持较快增长。

建设银行对于金融科技的投入值得高度重视，2018 年 4 月建信金融科技有限责任公司（建信金科）正式成立，初期规模约 3000 人，是国有大型商业银行成立的首家金融科技子公司。建信金科成立至今已获得“中国最佳数据分析项目奖”、“金融科技领军企业”、“最具创新力银保科技平台奖”（银保云产品）。我们预计依托建行这类大型国有银行的行业地位，和建行新一代核心的强大技术实力，其将带动业内更多中小银行实现信息技术的快速迭代，和自主技术和云计算技术的全面推广。

产业政策逐步明朗，坚定推进金融信息基础设施国产化。习主席在 2019 年 2 月政治局集体学习会议上，提出防范化解金融风险特别是防止发生系统性金融风险，是金融工作的根本性任务，要加快金融市场基础设施建设，稳步推进金融业关键信息基础设施国产化。

我们看好金融行业信息基础设施逐步实现创新可信替代，市场空间广阔，数据安全价值显著。在以华为产业链和阿里云产业链为主导力量，包括腾讯、中兴、百度、京东等产业链巨头共同推动下，中国金融 IT 行业恰逢中国半导体芯片行业崛起和云计算、人工智能等新技术路线带来的弯道超车时期，有望迎来历史性机遇。重点看好核心金融 IT 厂商和基础软硬件供应商，关注：

中国软件：操作系统，华为核心生态伙伴。

东方通：中间件，华为核心生态伙伴。

神州信息：银行 IT 应用软件与系统集成，华为、京东核心生态伙伴。

东华软件：银行 IT 应用软件与系统集成，华为、腾讯核心生态伙伴。

中科软：保险 IT 应用软件与系统集成，华为核心生态伙伴。

恒生电子：证券资管 IT 应用软件，阿里核心生态伙伴。

长亮科技：银行 IT 应用软件，华为、腾讯核心生态伙伴。

宇信科技：银行 IT 应用软件与系统集成，华为核心生态伙伴。

高伟达：银行 IT 应用软件与系统集成，阿里核心生态伙伴。

5. 信息安全：市场空间有望超 2000 亿，景气度提升

2025 年网络安全市场空间有望超 2000 亿。9 月 27 日，工信部发布《关于促进网络安全产业发展的指导意见（征求意见稿）》（下称指导意见），明确提出 2025 年培育形成一批营收 20 亿以上的网络安全企业，网络安全产业规模超过 2000 亿的发展目标。我们认为在创新大背景下，网络安全必不可少，产业需求有望迎来高速增长期。

我们认为随着 5G、工业互联网、人工智能等新应用在整个经济社会中价值的逐步增大，伴随创新底层技术的发展替代，网络安全的价值将更加显著。全球视野来看，欧美发达国家对信息安全的投入占到整体 IT 投资的约 5%，而中国信息安全投入占比不足 2%。我们认为新一轮追赶的契机，可能就在于这一轮科技新基建的投入周期。

强力部门保障政策推进，为行业真正崛起打下良好铺垫。本次指导意见要求加大政策支持力度：1）中央网信办指导支持国家网络安全人才与创新基地建设，会同相关部委推动网络关键设备和网络安全专用产品认证和安全检测结果互认，避免重复认证、检测。2）工信部推动国家网络安全产业园区建设，建立网络安全产业运行监测体系，组织开展网络安全技术应用试点示范，指导举办中国网络安全产业高峰论坛。3）国家发展改革委加强网络安全领域规划、政策研究制定。4）中央财政统筹利用中国互联网投资基金等现有渠道，引导支持网络安全产业发展。”

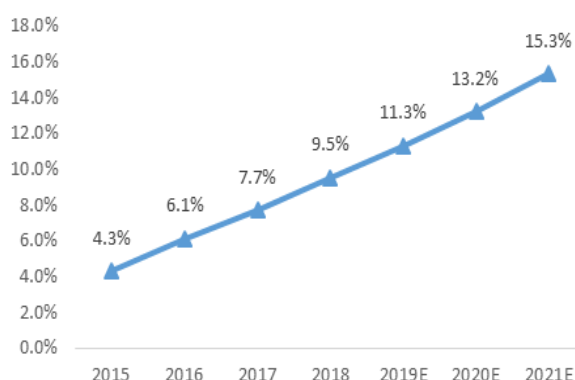
我们注意到今年以来，各地设立网络安全基地（三六零、奇安信等厂商分别在多地投建网络安全基地）、网络人才缺口等问题逐渐成为行业热点，也是此次《指导意见（征求意见稿）》中重点提及的环节，这些前期投入为行业未来的真正崛起将奠定良好基础。

建议积极把握投资机会。以下几类公司预计受益最为明显：1）原有网络安全龙头公司订单量有望率先提升，如深信服、启明星辰、绿盟科技、奇安信（Pre-IP0）、南洋股份（天融信）等；2）在安全细分领域技术领先的创业公司，核心产品有望快速抢占市场，如迪普科技、安恒信息；3）原有产品有望依托本轮产业发展，渗透率大幅提升，如商用密码技术龙头公司数字认证、格尔软件、吉大正元（IPO 报会）、金格科技（新三板挂牌）等；4）本质安全需求：中国软件、中国长城、东方通、太极股份等。

6. 云计算—巨头资本开支回暖，周期底部关注核心标的

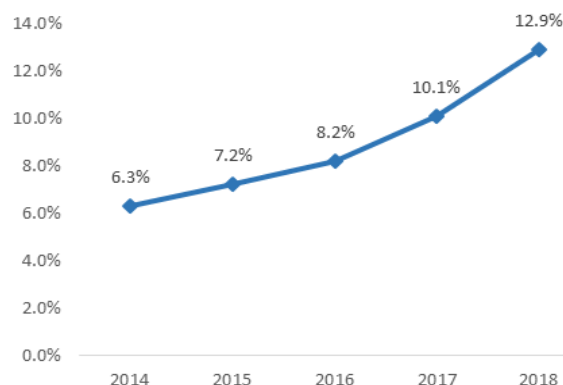
国内云计算市场发展确定性高，行业渗透率低，加速成长期即将开始。产业互联网、大数据、人工智能逐渐成为企业数字化转型的重要手段，而一切的前提则是云，我们认为，云是目前计算机行业发展确定性极高的板块。据 Gartner 数据，2019 年全球云计算市场渗透率将首次突破 10%。哈里·S·登特提出新技术周期中，行业渗透率突破 10%后会进入加入发展阶段，渗透率在 10%-50%是最具投资价值的阶段。从中国占全球云计算市场比重来看，自 14 年起持续上升，2018 年已经达到 12.9%。我们认为，全球云计算市场成长空间及确定性高、中国市场地位持续提升，行业红利期远未结束。

图 3：2019 云计算市场渗透率已突破 10%



数据来源：东北证券，Gartner

图 4：中国 IaaS 市场份额占比不断提升



数据来源：东北证券，IDC

海外资本开支持续回暖，国内 Q3 阿里环比改善明显，腾讯超预期。2019Q3，海外 FAMA 五家云计算厂商资本开支回暖趋势愈发显著，增速回升至 13.2%。AWS 资本开支 \$34 亿 (+36%)；Google 资本支出 \$67 亿 (+28%)；Facebook 资本开支 \$35 亿 (+6%)，19/20 年指引分别为 \$160 亿、\$170-190 亿；微软三季度小幅下滑 6%至 \$34 亿，但在季报中明确给出：为拓展云业务，未来会持续增加资本投入的指引。

国内市场，2019Q3，BAT 合计资本开支金额为 24 亿美元，同比下滑 17%，环比增长 42%；其中百度资本开支仍处在收缩阶段。除 BAT 外，字节跳动及京东增长趋势亦较为明确。我们认为，2019 年周期底部已经逐渐过去，全球公有云厂商投资正在进入新一轮上涨周期，建议关注产业链受益标的。

服务器行业有望率先受益，周期底部关注核心标的。我国服务器市场需求主要受到互联网、运营商、政府及企业三方驱动，从当前时点来看，云计算厂商 20 年资本开支回暖趋势确定；5G 商用临近，2020 年大概率迎来运营商集采大年；下游需求多点回暖，周期底部行业拐点已现。推荐关注服务器龙头浪潮信息，中科曙光，紫光股份等；以及 IDC 厂商宝信软件、数据港等。

应用层面，大企业开始上云，行业空间有望迎来更大释放。18 年以来，数字化转型基本成为“全民趋势”，伴随劳动力红利褪去，企业开始有意识的用数字化手段提高内部管理效率。18 年国内公有云市场增速达到历史高点 88.4%，最大的变化是大企业开始愿意上云，温氏股份、中石油、龙大肉食、万达等大企业都开始积极上云。从全球 IT 支出来看，大中型企业的 IT 支出占全球市场的 3/4，我们认为，未来伴随大型企业上云加速，行业的市场空间有望得到释放。应用层推荐关注云转型核心企业用友网络、广联达、石基信息等。

7. 推荐标的

7.1. 金山办公：C 端业务高增长变革商业模式，创新可信市场超 200 亿水大鱼大

C 端订阅云业务翻倍增长，推动公司业务向应用服务转型。公司由提供工具产品向应用服务转型，并不断培养客户的付费习惯，在保证办公软件产品使用授权的收入稳定增长的情况下，办公服务订阅的收入快速增长，由 2014 年的 0.1 亿元增长至 2018 年的 3.93 亿元，年复合增速达 150% 左右，营收占比增至 34.78%，已成为公司第一大收入来源。随着用户数和付费率的提升，C 端订阅云业务将保持高速增长，对标国外云计算公司给予 20-25 倍 PS。互联网广告推广业务采用“免费+广告”为主的盈利模式，我们认为公司为改善用户体验，会有意识地限制广告投放的增加，长期有利于维持用户粘性和使用频率，预计互联网广告推广业务收入稳健增长。

订阅与付费用户带来长期商业模式变革，场地授权模式将逐步减少。场地授权一般针对大型客户，授权年限通常为 1-5 年，授权到期后通常将部分产品转为终身授权，已有案例中终身授权价格为约 580 元。我们认为场地授权模式，主要是为应对 windows 环境下和微软 Office 的竞争，WPS 以较低的价格满足原用户的大规模替代需求，但后续的 Linux 环境市场，不会再面临微软 Office 的竞争挑战，而新采购电脑的新市场中，金山办公 WPS 处于 95% 以上市场份额的近垄断地位，预计将按照数量授权和订阅付费，场地授权模式将很难继续出现。

预计财政供养范围内的创新可信的市场空间约为 200 亿。2014 年 5 月，《事业单位人事管理条例》公布，负责人答记者问时提到，我国现有事业单位 111 万个，事业编制 3153 万人；根据人社部《2015 年度人力资源和社会保障事业发展统计公报》数据，截至 2015 年底，全国共有公务员 716.7 万人。我们认为国内财政供养人员总数约为 4000 万人，对应中长期 4000 万套 Linux 环境下的办公软件替换需求，按照单价 500 元计算，市场空间约为 200 亿元。另外，考虑到关键行业的替换，我们认为整体市场空间将有望进一步扩大。

在民用市场和商用市场，金山办公凭借七大优势挑战微软。此前金山办公受限于微软 Office 产品在全球的实质性垄断，但随着移动互联网、云计算、创新技术发展，相比微软 Office，金山办公 WPS 具有七大竞争优势：1) 移动办公的优势；2) 云计算服务的优势；3) 资源内容型服务的优势；4) 支撑 Linux 环境产品的优势；5) 功能轻量化的优势；6) 明显的价格优势；7) 中文格式标准的优势。此外，公司持有持有国内自主版式软件重要提供商数科网维 30% 股权，看好公司未来业绩弹性。

盈利预测：Linux 环境办公软件的需求，以及公司互联网付费用户的增加带来较大业绩弹性，海外业务拓展是未来潜力所在。预计 19-21 年，公司归母净利润为 3.52/8.20/12.01 亿元，EPS 为 0.76/1.78/2.61 元，当前股价（2019 年 11 月 29 日收盘价：136.50 元）对应 PE 为 179/77/52 倍，给予公司“买入”评级。

风险提示：机构业务发展不及预期，产品定价波动风险，付费用户提高不及预期。

财务摘要（百万元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	753	1,130	1,563	2,515	3,591
(+/-)%	38.84%	49.97%	38.37%	60.90%	42.78%
归属母公司净利润	214	311	352	820	1,201
(+/-)%	64.97%	44.94%	13.18%	133.27%	46.45%
每股收益（元）	0.46	0.67	0.76	1.78	2.61
市盈率	0.00	0.00	178.97	76.72	52.39
市净率	0.00	0.00	10.75	9.92	8.91
净资产收益率（%）	20.63%	26.17%	6.01%	12.93%	17.00%
股息收益率（%）	0.04%	0.37%	0.23%	0.52%	0.76%
总股本（百万股）	360	360	461	461	461

7.2. 东方通：中国中间件开拓者和领导者，“创新+华为”双轮驱动

东方通是中国国产中间件的开拓者和领导者，市场份额处于明显领先地位。2011年以来的政府采购数据统计中，东方通的订单数量分别金蝶天燕和中创股份的 5.5 和 23.3 倍，订单总金额分别金蝶天燕和中创股份的 5.5 和 46.5 倍，在传统市场，如金融、交通等行业，东方通也有较强的竞争优势。此外，在人员方面，东方通整体员工体量超过金蝶天燕和中创股份各自员工数量的 3 倍，在开拓市场和产品研发方面具备明显优势。

测算中国中间件的潜在市场空间超 150 亿元，云计算时代商用中间件空间将进一步扩大。根据 IDC 数据，2018 年中国电脑出货量约 5200 万台，其中商用电脑数量大约 2600 万台，中国服务器出货量约为 310 万台，则商用电脑：服务器比例大约为 8.4:1，中间件中的应用中间件产品数量与应用服务器高度相关。我们保守测算未来中间件行业市场空间为 150 亿，新市场环境下，将主要由国内中间件厂商分享。

云中间件成为行业新态势，东方通携手华为云积极布局云中间件业务。iPaaS 的成功催生了 MwaaS(中间件即服务)业务，成为全球中间件行业热点。中间件并非华为主赛道，中间件产业生态合作将成为华为重点培育方向。东方通是华为第一批重点合作的中间件厂商，2019 年 9 月 19 日，其应用服务器中间件 Tongweb 产品入驻华为云商城；此外，东方通布局云化产品多年，基于细分市场需求推出多个云化中间件产品，积极拓展云中间件业务。

主打“安全+”市场升级战略，布局行业安全。公司先后收购网络安全、信息安全和通信业务安全领域公司微智信业和聚焦于 DNS 系统和数据安全、应急安全产品及服务领域的泰策科技，业绩承诺与股权购买确保短期风险有限。公司此前已经基本全部计提惠捷朗等公司商誉，会计处理保守，我们认为微智信业将受益于 5G 流量爆发和内容监管审计加强，泰策科技将受益于应急指挥信息化发展。

盈利预测：我们认为公司同时受益于创新可信和华为鲲鹏产业链发展两条主线，看好东方通作为创新可信方向高业绩弹性品种，和重要基础软件细分市场的龙头地位，业绩弹性大、竞争格局好、行业地位显著领先。预计 2019-2021 年，归母净利润为 1.60/3.80/6.00 亿元，EPS 为 0.57/1.35/2.13 元，当前股价（2019 年 11 月 29 日收盘价：39.29 元）对应 PE 为 64/27/17 倍，给予“买入”评级。

风险提示：公司短期投入压力较大；市场推广不及预期。

财务摘要（百万元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	292.79	372.05	532.24	1120.64	1708.9
(+/-)%	-10.02%	27.07%	43.06%	110.55%	52.49%
归属母公司净利润	-307.29	122.17	159.7	379.63	599.58
(+/-)%	-375.93%	-139.76%	30.72%	137.72%	57.94%
每股收益（元）	-1.09	0.43	0.57	1.35	2.13
市盈率	—	32.33	69.15	29.09	18.42
市净率	2.45	2.78	7.07	5.81	4.53
净资产收益率(%)	-21.20%	8.59%	10.22%	19.96%	24.56%
股息收益率(%)	0.40%	0.36%	0.20%	0.40%	0.60%
总股本（百万股）	277.03	277.03	277.03	277.03	277.03

7.3. 浪潮信息-行业地位持续扩张，需求回暖最受益标的

云计算市场：兼具品牌与白牌优势，JDM 模式增强客户锁定效应。云计算市场上浪潮兼具品牌商的高技术实力及白牌厂的低生产成本快交付、定制化的高性价比：

1) 从交付能力看，浪潮新品研发周期已缩短至 9 个月，最快 3 个月交付样机。19 年初更是创下 8 小时部署 1 万+节点的行业记录。

2) 从机器价格上，浪潮服务器是主流品牌商中最低。18 年公司服务器平均单价仅 6255 美元，仅为 IBM 的 61%。

3) 从产品性能看，根据中国联通服务器故障率测评，2018 年浪潮的故障率仅次于华为，达 2.1%。

同时 JDM 模式带来更强的定制化能力，一方面带来更强的技术积累，及时把握技术变化方向；另一方面加强跟客户的锁定效应，提升粘性。

我们认为，2020 年国内主流互联网厂商将迎来需求回暖，从而推动浪潮主业进一步得到快速成长，预计 20 年来自互联网厂商的收入有 30% 增长。

运营商市场：2020 年即将迎来服务器集采大年。运营商服务器采购有大小年之分，2018 年是采购大年，2019 年仅中移动展开服务集采。伴随 5G 商用临近，我们认为，2020 年运营商市场即将迎来服务器采购大年。叠加中移动 11 月宣布，未来三年将投入千亿进军公有云市场，我们认为，又一巨头入局将进一步带动行业需求回升。据我们数据统计，2018 年运营商市场招标中，浪潮份额约为 21%，仅次于华为。今年以来服务器市场受贸易摩擦影响产生一定格局变化，我们判断，未来浪潮在运营商市场份额有望获得进一步提升。预计 2020 年公司来自运营商的收入增长 40%。

预计 2019-2021 年，公司营业收入分别为 540/724/914 亿元，净利润为 8.7/13.8/20.1 亿元；2019-2021 年公司产生股权激励摊销成本 1.6/1.4/0.7 亿元；考虑股权激励成本后，给予 2020 年 40x PE，目标市值 532 亿，对应目标价 41.27 元。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	25,488	46,941	54,027	72,361	91,380
(+/-)%	101.21%	84.17%	15.10%	33.94%	26.28%
归属母公司净利润	428	659	874	1,379	2,007
(+/-)%	48.95%	54.05%	32.67%	57.85%	45.50%
每股收益 (元)	0.33	0.51	0.68	1.07	1.56
市盈率	59.95	31.16	43.37	27.47	18.88
市净率	3.52	2.29	4.28	3.70	3.10
净资产收益率 (%)	5.87%	7.34%	9.87%	13.48%	16.40%
总股本 (百万股)	1,289.25	1,289.25	1,289.25	1,289.25	1,289.25

分析师简介:

安永平: 东北证券计算机首席分析师, 上海财经大学硕士, 中国人民大学本科。曾就职于方正证券、安信证券、海通证券, 所在团队获得2015、2016年新财富分析师电子行业第一名, 2014年新财富分析师计算机行业第四名, 入围金牛奖计算机行业最佳分析师等。2019年加入东北证券研究中心。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15%以上。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。
	减持	在未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
董冠辉	021-20361267	17602180663	donggh@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn