

信创和芯片国产化对比分析：大时代下的投资机遇和挑战

2020年07月14日

看好/维持

计算机

行业报告

分析师	叶盛	电话：010-66554022	邮箱：yesheng@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480517070003
首席分析师	王健辉	电话：010-66554035	邮箱：wangjh_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519050004

投资摘要：

一、信创和芯片国产化看起来像是一个硬币的两面：一面是软件，另一面是硬件。其实，两者背后逻辑差异极大：

1、信创背后逻辑是进口替代。它面对的下游客户都是国内客户，尤其是前期的 2（党政）+8（金融、电信等八大行业），客户确定性非常强。只要有充足的资金保障，整个信创体系便可以顺利运转。衡量信创的成功标准是能够推出可用的国产软件，客户本身对性能要求是其次的。目前，信创是由中国电子、中国电科、华为等几大厂商主导，竞争主要集中在国内公司之间，细分行业的竞争激烈程度不高。

2、芯片国产化的逻辑是依靠国家支持实现弯道超车。虽然有国家支持，但是芯片国产化面对的仍然是全球范围内的市场竞争。因为芯片行业上游（材料、设备、EDA）和下游（各大芯片设计厂商）都是全球竞争的，所以，芯片国产化厂商不得不对全球竞争。

像晶圆代工行业的台积电，最先进的 5nm 制程，只有苹果等全球领先厂商才会率先采用。中国的晶圆代工企业要做到世界领先，必须和台积电在全球范围内争夺这样的核心客户，这难度要比国产软件大很多。

而且芯片国产化成功标准也要比国产软件高得多：只是推出可用的产品是远远不够的，必须成为全球范围内的头部公司。这是由于半导体的核心环节头部效应明显，往往行业的前两名囊括了绝大部分的市场和利润。

二、他山之石，可以攻玉。通过历史比较，我们认为，信创和拉美国家的进口替代较为相似。而中国芯片国产化则和日韩的半导体发展路径较为相似。我们分别分析了它们的相同之处和不同点。

三、未来，信创和芯片国产化的投资逻辑：

1、短期来看，我们对信创和芯片国产化都非常看好。在政府的大力支持之下，信创和芯片国产化产业都将迎来爆发式的增长，相关公司都会纷纷受益其中。

2、中期来看，信创的确定性会更强。原因在于：

1) 下游市场掌握在我们自己手中。目前，信创先行的 2+8 安全可控体系，其完全是由我们自己掌控，在国家大力支持下，资金一定会有充足保障，则整个信创都会运转开来。

2) 竞争激烈程度不高，参与者能够获得较高利润。信创主要是在国内厂商之间竞争，在中国电子、中国电科和华为等领导下，其竞争激烈程度较低。所以，我们预计相关上市公司能够获得较好的利润，能够充分受益于信创的发展。

3、长期来看，我们更看好中国芯片国产化的发展。中国拥有庞大的市场和电子产业链，在芯片的很多环节已经具备了很强的竞争力，在政府支持下仍将不断发展。长期来看，全球化还是主流，所谓的“逆全球化”并不会持久。假以时日，中国芯片产业一定会发展壮大。

相关公司：

中国软件(600536)、中国长城(000066.SZ)、诚迈科技(300598)、中科曙光(603019)、浪潮信息(000977)、东方通(300379)、金山办公(688111)、宝兰德(688058)等

风险提示：全球政治经济竞争加剧的风险；下游客户资金不足的风险；

目 录

1. “信创”和“芯片国产化”完全不同	4
1.1 信创背后的逻辑：进口替代	4
1.2 芯片国产化的逻辑：政府支持下的弯道超车	4
1.3 信创和芯片国产化的核心差异	5
2. 看好信创的投资机遇	6
2.1 拉美国家进口替代模式的兴衰	6
2.2 信创和拉美进口替代战略的不同	错误!未定义书签。
2.3 看好信创产业未来十年的发展	7
3. 芯片国产化：任重而道远	8
3.1 日韩、台湾当年走过的路	8
3.2 芯片国产化是想要复制日韩当年走过的路	9
3.3 中国芯片国产化和日韩的不同之处	9
4. 信创和芯片国产化：大时代下的投资机遇	11
5. 相关公司	12
6. 风险提示	12
相关报告汇总	13

插图目录

图 1：半导体行业的演变和六大分支.....	5
图 2：2018 年世界各国及地区 GDP 占比.....	7
图 3：世界各地半导体市场份额.....	9
图 4：2019 年全球智能手机出货量占比.....	10

表格目录

表 1：“信创”推动主体.....	4
表 2：“信创”和“芯片国产化”的核心差异.....	6
表 3：日韩和台湾的半导体行业发展模式.....	9
表 4：京东方各产线投资规模和资金来源.....	11

1. “信创”和“芯片国产化”完全不同

信创和芯片国产化，都是人们关注的热点。它们看起来像是一个硬币的两面：一面是软件，另一面是硬件。其实，两者背后逻辑差异极大。

本报告将辨析信创和芯片国产化背后的不同，并着重分析未来面对的机遇和挑战。

1.1 信创背后的逻辑：进口替代

信创，即信息技术应用创新产业。它包括了一个庞大的 IT 基础设施体系：

- 1、IT 基础设施：CPU 芯片、服务器、存储等；
- 2、基础软件：操作系统、中间件、数据库等；
- 3、信息安全和应用软件：OA、ERP、办公软件、政务应用、边界安全产品、终端安全产品等；

表 1：“信创”推动主体

	CEC	CETC	中科院	航天系统	浪潮	华为
信息安全	可信华泰	卫士通	京泰科技	航天信息	浪潮软件	华为
应用与解决方案	中国软件	太极股份	中科曙光	航天信息	浪潮软件	华为
终端设备	中国长城	太极股份	中科睿芯	航天长峰	ABC 一体机	华为
数据库	达梦	人大金仓	安捷	神舟通用、航天 超级数据库	K-DB、鼎天盛华	Gauss DB
中间件	中国软件	金蝶			浪潮 GSP、鼎天 盛华	华为 DDM
操作系统	中标麒麟	普华、Deepin	中科方德、COS	航天通信	云海	欧拉、鸿蒙
存储	中国长城	联芸	中科曙光	航天超级存储 阵列	浪潮信息	
服务器	中国长城	海康	中科曙光	航天超级服务 器	浪潮信息	泰山
CPU 芯片	飞腾		海光、中科睿芯		华芯半导体	麒麟、鲲鹏

资料来源：Wind，东兴证券研究所

目前，信创的三大核心厂商是中国电子（CEC）、中国电科（CETC）和华为。除此之外，还有中科院、航天系统和浪潮等厂商，共同构建了整个信创的主要阵营。

信创背后的核心逻辑是进口替代。也就是在上述这些细分领域，逐步实现用国产软件体系替换掉正在使用的国外软件体系。

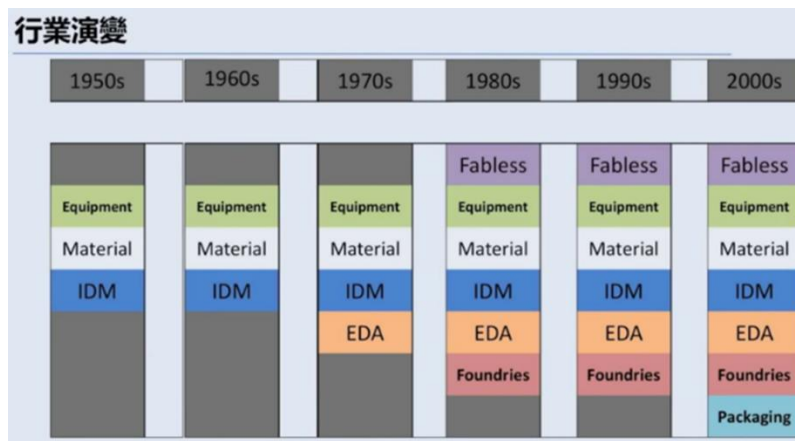
2020 年是信创全面推广的元年。未来三年，即 2020-2022 年，信创产业将迎来黄金发展期，产业链上从下到上都会显著受益。

1.2 芯片国产化的逻辑：政府支持下的弯道超车

半导体行业经过七十年的演进，形成了一个完整的全球市场分工体系：

上游是半导体设备、材料和 EDA；该环节主要被美国、日本和韩国等国家的厂商所占据。
 中游是晶圆代工、封装测试环节；最领先的晶圆代工厂商是台积电，封装测试厂商主要在台湾和大陆。
 下游客户是芯片设计公司。最先进的芯片设计公司主要在美国，包括苹果、高通、英伟达等。中国在芯片设计方面迅速崛起，尤其是在中低端芯片设计环节。
 此外，还有英特尔这种垂直整合一体化（IDM）的半导体厂商。

图 1：半导体行业的演变和六大分支



资料来源：兰璞资本、东兴证券研究所

芯片国产化的逻辑是在政府支持下，在中国薄弱的环节实现弯道超车，赶超现有竞争对手。目前，芯片国产化的重点放在中游制造环节，包括晶圆代工、存储器、液晶面板的生产制造，同时也在积极向上游的设备、材料环节延伸。

1.3 信创和芯片国产化的核心差异

下面就是信创和芯片国产化的根本不同：

- 1、**信创背后逻辑是进口替代。**它面对的下游客户都是国内客户，尤其是前期的 2（党政）+8（金融、电信等八大行业），客户确定性非常强。只要有充足的资金保障，整个信创体系便可以顺利运转。

衡量信创的成功标准是能够推出可用的国产软件，客户本身对性能要求是其次的。

目前，信创是由中国电子、中国电科、华为等几大厂商主导，竞争主要集中在国内公司之间，细分行业的竞争激烈程度不高。

- 2、**芯片国产化的逻辑是依靠国家支持实现弯道超车。**虽然有国家支持，但是芯片国产化面对的仍然是全球范围内的市场竞争。因为芯片行业上游（材料、设备、EDA）和下游（各大芯片设计厂商）都是全球竞争的，所以，芯片国产化厂商不得不面对全球竞争。

像晶圆代工行业的台积电，最先进的 5nm 制程，只有苹果等全球领先厂商才会率先采用。中国的晶圆代工企业要做到世界领先，必须和台积电在全球范围内争夺这样的核心客户，这难度要比国产软件大很多。

而且芯片国产化成功标准也要比国产软件高得多：只是推出可用的产品是远远不够的，必须成为全球范围内的头部公司。这是由于半导体的核心环节头部效应明显，往往行业的前两名囊括了绝大部分的市场和利润。

表 2：“信创”和“芯片国产化”的核心差异

	信创	芯片国产化
竞争逻辑	进口替代	在政府支持下实现弯道超车
产业链上游	采用开源技术和自我研发结合，技术风险可控	上游的设备、材料和 EDA 都是全球竞争中
下游客户	前期 2+8 都是国内客户，只要有资金就可以运转	核心客户分布在全球，最先进市场以科技巨头为主
竞争程度	竞争者都是国内厂商，激烈程度不高	面临全球范围内的激烈市场竞争
成功标准	推出可用的国产软件，性能是其次的	必须成为细分行业的全球头部厂商，才具有竞争力

资料来源：东兴证券研究所

接下来，我们分别看一下两者未来的机遇和挑战。

2. 信创：他山之石，可以攻玉

信创背后的核心逻辑是进口替代。在历史上，拉美国家是执行进口替代政策时间最长，影响最深远的地区。我们首先看一下拉美国家进口替代战略实施的过程。

2.1 拉美国家进口替代模式的兴衰

拉美国家从 20 世纪 30 年代开始，陆续实施进口替代工业化战略。进口替代战略在长达半个世纪的时间一直在拉美占据主导地位。其发展过程分为三个阶段：

- 1、从 30 年代到 40 年代末，进口替代模式引进期。
- 2、从 40 年代末到 60 年代末，进口替代战略黄金期。
- 3、70 年代之后，进口替代战略的陆续扬弃。

拉美国家实施进口替代战略起源于 1930 年代的大萧条，由于外汇收入急剧减少，多数拉美国家采取了压缩进口、提高贸易壁垒和管制外汇等措施。在这种情况下，拉美国家纷纷开始鼓励自己制造原来依靠进口的工业品。

拉美国家希望通过进口替代达到两个目的：1、增强国民经济的独立性和多样性，减少对进口商品的依赖；2、提供更多的就业机会。在这个时期，拉美国家主要采取了保护国内市场、积极扶持“幼稚工业”，建立国有企业，完善基础设施等措施。

到了 20 世纪 40 年代末，几乎所有拉美国家都走上了进口替代的道路。从 1940 年-1968 年，拉美经济取得了显著的进步，年均经济增长率高达 4.5%。该地区的进口系数（进口相当于国内生产总值的比重）从 1928 年-1929 年的 30%，下降到 1963-1964 年的 9%；制造业在国内生产总值中的比重则从同期的 13% 提高到 23%。

20 世纪 70 年代之后，进口替代战略逐渐暴露出了各种问题：

- 1、在政府保护下，拉美本国企业缺乏竞争，效率低下，许多本国产商品比进口商品贵很多；
- 2、进口替代工业庞大，但是大而不强，关键的原材料和设备仍然依靠进口，导致进口额仍然庞大；
- 3、由于进口替代企业效率低下，拉美国家为了发展经济被迫举债扩张经济，导致了沉重的债务负担。

随着进口替代战略的副作用逐渐暴露，智利率先放弃了进口替代战略。而后随着 80 年代拉美经济危机的爆发，越来越多的拉美国家放弃了进口替代战略。

拉美国家的进口替代战略效果不佳，核心原因在于国内市场狭小。因为市场本身具有非常强的规模效应。规模越大的市场，其竞争激烈程度越高，给用户提供的产品越好，头部的企业竞争能力也越强。国际市场是世界上最大的，活力最强的市场。

在各种贸易保护政策限制下，拉美各国的本国企业虽然在中短期能够在国内获得稳定的市场和较高的利润。但是因为国内市场相比于国际市场非常狭小，国内企业的进步迭代速度要比国际市场慢很多。

随着时间的延续，拉美各国的本土企业逐步丧失了市场竞争力，许多同样的产品要比国际竞争对手贵几倍，本国消费者都不愿意购买，只能依靠政府补贴和政策垄断延续生命。

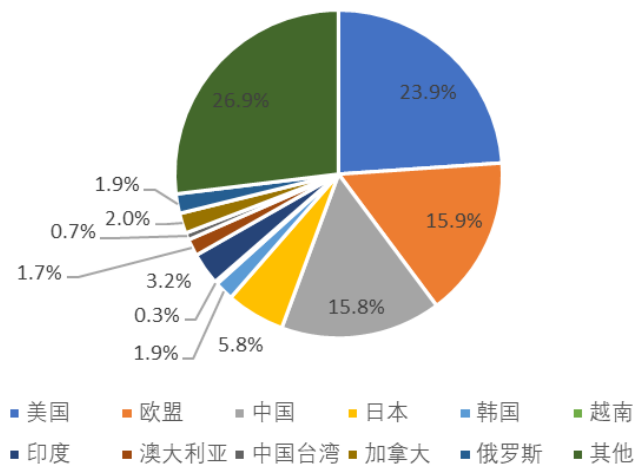
由于拉美国家在这个时期借了大量的外债，而经济本身的低效率运行导致债务偿还能力越来越差。最后，拉美国家在 80 年代爆发了经济危机和债务危机。

2.2 看好信创产业未来十年的发展

之前，我们已经分析过，信创本质上是进口替代战略，但是相比于拉美国家的进口替代战略，信创仍然有几点很重要的不同：

- 1、**中国市场空间要比当年的拉美国家大很多。**2018 年，中国 GDP 总量达到 13.6 万亿美元，占到了全世界的 15.8%，仅次于美国，欧盟（如果我们把欧盟当作统一的经济体）、是全世界第三大的单一市场。

图 2：2018 年世界各国及地区 GDP 占比



资料来源：世界银行、东兴证券研究所

相比于单个拉美国家，中国人口、经济总量要大得多。因此，中国经济本身的回旋余地要大很多，在这

种状况下，进口替代战略能够发挥的市场空间也会大很多。

2、相比于当年的拉美国家，中国拥有集中力量办大事的体制优势，能够聚集更多的资源投入相关产业。近期中央会议已经指出：要从体制机制上增强科技创新和应急应变能力，加快构建关键核心技术攻关新型举国体制。因此，我们相信中国将能够集中更多的资源用于信创及相关产业。

通过和拉美进口替代对比，我们发现中国拥有更加庞大的市场和更强的资源聚集能力，发展的持续性和空间都会大很多。

而拉美国家进口替代的过程，我们会发现其持续了将近半个世纪。尤其是 20 世纪五六十年代，长达 20 年时间，一直是黄金发展期。因此，我们保守估计中国信创产业未来 10 年的发展都会很好。

在政府的强力支持下，未来中国十年将是中国信创产业高速发展的黄金期。相关产业链公司都会充分受益其中。相关公司包括：中国软件(600536)、中国长城(000066.SZ)、诚迈科技(300598)、中科曙光(603019)、浪潮信息(000977)、东方通(300379)、金山办公(688111)、宝兰德(688058)等。

3. 芯片国产化：任重而道远

3.1 日韩和台湾的半导体崛起之路

世界半导体产业总共经历了两次转移：

1、七八十年代，DARM 产业从美国转移到了日本

70 年代之前，世界半导体业基本是在美国，其市场份额接近了 100%。

1976 年，日本政府和日立、NEC、富士通、三菱、东芝五大企业共同出资 2.4 亿美元，研发 DRAM。在 1980 年取得重大突破。之后，日本引进专利，各大企业协调发展，政府提供税收优惠。

在政府的强力支持下，日本的 DRAM 产业很快就发展起来了，并给美国的 DARM 公司形成了致命的威胁。英特尔公司原来就是生产 DRAM 的公司，在日本竞争对手的压迫下，它被迫放弃了 DRAM 业务，转而全力发展 CPU 业务，从而柳暗花明，成为世界上最大的半导体厂商之一。

1986 年，日本 DARM 企业占全世界市场达到了 80%。但是，日本这种做法也遭到了反对。美国半导体协会向美国通商代表部提起了诉讼。

1986 年 9 月，日美半导体协议签署。日本被要求开放半导体市场，保证 5 年内国外公司获得 20% 市场份额；不久，对日本出口的 3 亿美元芯片征收 100% 惩罚性关税；否决富士通收购仙童半导体公司。

此后，日本半导体产业逐渐衰落下来，但是在半导体材料、设备等领域，日本公司仍然维持了很强的竞争力和市场地位。

2、八九十年后，韩国、台湾半导体业的崛起

80 年代后，韩国依靠政府+大财团的模式，也开始进军半导体产业。在 1984 年-1987 年，2007 年-2012 年，韩国三星两次逆周期扩张，成就了三星在存储器生产方面的领导地位。

而台湾，1986 年成立台积电，由张忠谋担任董事长，创立了晶圆代工模式。此后，台积电一直引领了晶

圆工行业，成为世界上最先进的晶圆代工企业。

图 3：世界各地半导体市场份额



资料来源：兰璞资本、东兴证券研究所

3.2 我们的芯片国产化是想要复制日韩当年走过的路

比较日韩、台湾的半导体发展模式，我们会发现日本和韩国的模式比较接近，发展起来的核心产业都是存储器这种商业模式业已成型的产业，而且是资本、技术密集型产业。日韩主要依靠国家的强力支持去赶超国际上的竞争对手。三星在存储器行业的崛起就是最典型案例。

而台湾发展起来的台积电则不同，其首创了晶圆代工产业，在很长一段时间世界都不被认可，后来主要依靠美国无晶圆厂 IC 设计公司的蓬勃发展而崛起。当然，政府在台积电发展过程中也起了重要作用，但是整体来看，台湾的半导体发展模式中，政府支持较少。

表 3：日韩和台湾的半导体行业发展模式

	日本	韩国	台湾
政府支持	多	多	少
企业类型	财团/大企业	大企业	民营初创
本国企业之间	分工合作	合作	竞争
早期技术来源	专利许可	专利许可	海归和专利许可
半导体设备	垂直整合 IDM	水平分工给其他韩国企业	进口

资料来源：兰璞资本、东兴证券研究所

目前来看，中国的芯片国产化之路，其实就是想要复制日韩的模式，依靠政府的全力支持，在半导体行业实现弯道超车。

3.3 中国芯片国产化相比日韩的优势

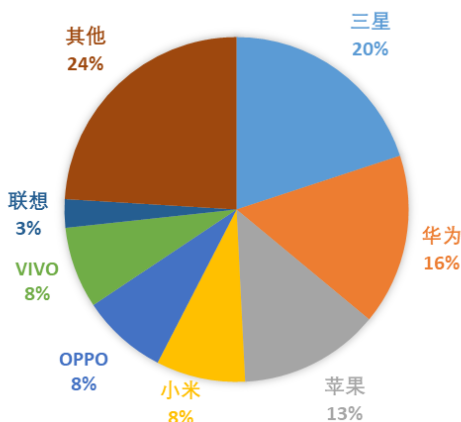
虽然中国的芯片国产化发展模式和日韩类似，但还是有重大不同。相比日韩，中国的优势在于：

1、中国拥有一个庞大的国内市场。之前说过，2018年中国的GDP占全世界15.8%，如此庞大的内需市场是日韩所不具备的。

2、中国是“世界工厂”，在许多产业都处于领导地位，这非常有利于整个中国半导体产业的发展。比如说中国厂商在手机产业中就占据主导地位。根据Counterpoint数据显示，2019年全球智能手机总出货量为14.86亿台，中国市场需求量大概4亿台，占比为27%。

而中国本土品牌的手机厂商出货量要大得多，五大手机厂商的出货量就达到了6.36亿部，占比为43%。在中国手机厂商占据了如此庞大的市场份额下，整个手机的IC芯片都能够更容易采用中国厂商，从而促进了整个中国半导体设计产业的发展。像华为的海思，就是依托华为手机的芯片需求，从而发展起来的。

图4：2019年全球智能手机出货量占比



资料来源：Counterpoint、东兴证券研究所

3、芯片国产化拥有政府的全力支持。2014年6月，国务院颁布《集成电路产业发展推进纲要》，同年9月国家集成电路产业基金（简称“大基金”）成立，将半导体产业新技术研发提升至国家战略高度。据统计，仅集成电路产业基金一期总投资额为1387亿元，而2019年10月成立的大基金二期，注册资本超过2000亿元。按照一期1:3的撬动比测算，两期基金合计撬动社会基金在1.5万亿元。

京东方的发展过程就是一个典型，其资金主要依靠政府支持获得的。根据Meritz Research的数据，京东方建设了9条生产线，投资金额合计2783亿元。其中企业自有资金是570元，其余资金主要来自于政府直接投入和银行融资。

表 4：京东方各产线投资规模和资金来源

Fab	世代	技术	投资地	投资额（10 亿）	企业占比	政府占比	融资占比
B1	5G	TFT	北京	3.5	69%	13%	18%
B2	4.5G	TFT	成都	4	1%	55%	44%
B5	8G	TFT	合肥	28.5	25%	35%	40%
B8	8G	TFT	重庆	32.8	27%	33%	40%
B9	10.5G	TFT	合肥	40	10%	45%	45%
B10	8G	TFT	福州	30	10%	50%	40%
B11	6G	OLED	绵阳	46.5	22%	34%	44%
B12	7G	OLED	重庆	46.5	22%	34%	44%
B15	8G	OLED	福州	46.5	24%	34%	32%

资料来源：Meritz Research, 2019/11 东兴证券研究所

3.4 中国芯片国产化相比日韩的挑战

不过，相比于日韩，中国芯片国产化发展也存在着一些挑战：

1、受瓦森纳协定限制，中国达到世界领先水平障碍较大。受瓦森纳协定限制，半导体行业最先进的设备都不会向中国芯片国产化的厂商出口，这对中国芯片国产化要达到世界领先水平，产生了极大的影响。

而半导体业是全球分工，发达国家在很多细分领域积累多年。中国短时间内很难在所有关键环节全部都能具有国际竞争力，这就给中国芯片国产化的弯道超车战略制造了很大的障碍。

2、宏观政治经济环境更加险恶。日本在发展半导体过程中，遭受了美国的强力打压，原因主要是两个方面：

- 1) 当时日本已经成为世界第二大经济体，美国肯定不愿意日本挑战他的地位，所以对其进行了打压；
- 2) 日本当时采用政府强力支持+大财团的发展方式，对美国公司构成了很大威胁，被美国认定为是不公平竞争。

相比于当年的日本，中国在这两方面都会遇到美国更大的敌意。随着中国芯片国产化的推进，有可能会遭受到美国的进一步制裁和打压。

4. 信创和芯片国产化：大时代下的投资机遇

信创和芯片国产化都是人们非常关注的领域。我们剖析了两者背后逻辑的不同：信创的逻辑是进口替代；而芯片国产化是政府支持下的弯道超车。

两者相比，我们认为未来信创和芯片国产化的投资逻辑如下：

- 1、短期来看，我们对信创和芯片国产化都非常看好。在政府的大力支持之下，信创和芯片国产化产业都将迎来爆发式的增长。相关公司都会纷纷受益其中。

2、中期来看，信创的确定性会更强，原因在于：

1) **下游市场掌握在我们自己手中。**目前，信创先行的2+8 安全可控体系，其完全是由我们自己掌控，在国家大力支持下，资金一定会有充足保障，则整个信创都会运转开来。

2) **竞争激烈程度不高，参与者能够获得较高利润。**信创主要是在国内厂商之间竞争，在中国电子、中国电科和华为等领导下，其竞争激烈程度较低。所以，我们预计相关上市公司能够获得较好的利润，能够充分受益于信创的发展。

3、长期来看，我们更看好中国芯片国产化的发展。中国拥有庞大的市场和电子产业链，在芯片的很多环节已经具备了很强的竞争力，在政府支持下仍将不断发展。长期来看，全球化还是主流，所谓的“逆全球化”并不会持久。假以时日，中国芯片产业一定会发展壮大的。

5. 相关公司

中国软件(600536)、中国长城(000066.SZ)、诚迈科技(300598)、中科曙光(603019)、浪潮信息(000977)、东方通(300379)、金山办公(688111)、宝兰德(688058)等。

6. 风险提示

- 1、全球政治经济竞争加剧的风险；
- 2、下游客户资金不足的风险；

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	计算机行业：“IT 重构”，中国 IT 产业成长的革命	2020-02-29
公司	浪潮信息（000977）：利润提升超出预期，未来仍将稳步增长	2020-05-13
公司	宝兰德：稀缺基础软件中间件提供商，国产替代迎新机遇	2020-02-18
行业	同样都是亏钱扩张，瑞幸咖啡和拼多多有何不同？	2019-12-23
公司	拼多多（PDD.O）：“补贴”的三重境界	2019-12-02
公司	拼多多（PDD.O）：从淘集集暴雷看拼多多的护城河	2019-11-01
公司	拼多多（PDD.O）：从颠覆式创新来看电商大战的未来	2019-09-17
行业	操作系统行业深度报告：华为鸿蒙系统、安卓和未来	2019-07-13
行业	工业软件产业报告之二，电子设计软件 EDA 是芯片产业皇冠上的明珠	2019-07-12
公司	中国软件（600536）：国产操作系统龙头，紧抓自主可控机遇	2019-07-04
行业	工业软件：中美科技战命门之工业软件深度报告之一	2019-05-22
行业	美国 SaaS 产业：行业发展巡视及整体分析	2019-05-22
行业	新零售的核心受益者：腾讯、阿里和 SaaS 公司	2019-05-07
公司	石基信息（002153）：信息消费龙头，云价值腾飞在即	2019-06-17
公司	中国有赞（08083）深度报告：中国率先腾飞的 SaaS 服务商	2019-03-05

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：王健辉

计算机行业首席分析师，四年证券从业经验，兼具 TMT 行业研发经验与一二级市场研究经验，曾任职方正证券，曾获 2018 年万得金牌分析师计算机行业团队第一名，2019 年加盟东兴证券计算机团队，践行产业研究创造价值理念。

分析师：叶盛

计算机行业研究员，西安交通大学工业工程专业学士，中央财经大学金融专业硕士，2015 年加盟东兴证券研究所，曾从事机械行业研究，现从事计算机、互联网行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526