

# 科技新浪潮，关注网安、云计算和金融科技

## ——计算机行业半年度投资策略报告

分析师： 徐中华

SAC NO: S1150518070003

2020 年 6 月 11 日

### 证券分析师

徐中华

010-68104898

xuzh@bhqz.com

### 研究助理

张源

SAC No: S1150118080012

zhangyuan3337@bhqz.com

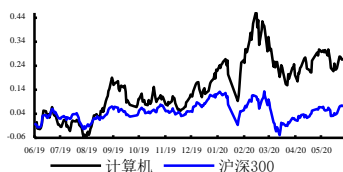
### 子行业评级

软件	看好
硬件	看好

### 重点品种推荐

浪潮信息	增持
启明星辰	增持
恒生电子	增持
同花顺	增持

### 最近一年行业相对走势



### 相关研究报告

### 投资要点:

- 1) 在 2020 年上半年，在新冠疫情一季度快速爆发，经济活动大幅减少，二季度疫情基本控制，经济活动全面恢复的背景下，A 股经历了较大的波动，从 2020 年初到截止 2020 年 6 月 10 日，创业板上涨了 22.5%，中小板上涨了 12.2%，而代表大盘股的沪深 300 则下跌了 1.4%，上证 50 下跌了 5.1%，而申万计算机指数上涨了 12.7%，其上涨幅度大于上证 50 和沪深 300，落后于创业板。经过从年初到当前的计算机指数的大幅上升，申万计算机板块的估值上升明显，其 PE(TTM)已经从年初的 59.7 上升到 71.9。
- 2) 在投资策略方面，总体来看计算机板块，有如下几个特点：1)由于计算机板块的大部分公司的客户是国内的 toB 和 toG 客户，在一季度国内疫情影响下，部分下游客户的采购及招投标推迟，对计算机板块一季度营收和净利润造成一定影响，但随着二季度开始，计算机下游行业的招投标等业务全面开始恢复，行业整体开始正常运行。2)计算机板块的一季度整体营收占全年营收的比重较小，因此，一季度营收及净利润受到的影响占全年的比重不高。3)计算机行业的长期发展趋势不会改变，云计算，网络安全，金融 IT 等仍将是长期发展趋势。从中长期投资逻辑来看，建议重点关注下游业务恢复较快或者一季度受影响较小，增速稳健，具有中长期成长空间的行业和企业，因此重点推荐关注以下几个方向：1)云计算产业链有望持续快速发展；2)网络安全受需求和政策影响，长期发展向好；3)金融科技处于“政策+竞争+信创”三轮驱动中，长期发展向好。
- 3) 投资建议方面，近年来，随着《网络安全法》的落地，在国家产业政策支持以及国内企业大力研发下，信息安全行业迎来了快速发展的新局面。根据赛迪顾问数据，近几年来，我国网络安全行业保持在 20%以上的增长，2018 年市场规模达到 495.2 亿元，其中硬件占比最高，达到了 48.1%。根据《中国云计算产业发展白皮书》，2018 年我国云计算整体市场规模达到了 963 亿元，预计 2019-2022 年仍将处于快速增长阶段。其中 2018 年公有云市场规模达到了 437 亿元。而在金融科技行业，在“内部经济结构转型升级+关键核心技术卡脖子+外部需求减弱”的三重影响下，资本市场改革势在必行。而金融是高度信息化的一个行业，资本市场改革的推进将拉动金融 IT 建设。此外，2019 年 8 月，央行发布了《金融科技 Fintech 发展规划（2019-2021 年）》，明确提出要建立健全我国金融科技发展的“四梁八柱”，在增强金融风险技防能力和强化监管的同时，充分发挥金融科技赋能作用。综上所述，我们看好网络安全、云计算和金融科技行业的投资机会，推荐关注其中细分行业的领先企业：启明星辰(002439)、浪潮信息(000977)、恒生电子(600570)和同花顺(300033)。

**风险提示：**云计算行业增速不及预期，信息安全行业下游需求落地不及预期，金融科技下游客户需求存在不确定性，市场风险偏好下降等。

# 目 录

1.2020 年上半年市场回顾及下半年展望.....	5
1.1 市场震荡上行，计算机指数表现良好.....	5
1.2 2020 年下半年市场展望.....	6
2. 网络安全行业，前景持续向好.....	8
2.1 安全威胁持续，亟需加强安全.....	8
2.2 政策法规发力，网络安全行业机会凸显.....	9
3.云计算行业景气度高，市场规模持续扩大.....	12
3.1 企业上云趋势明显，云计算蓬勃发展.....	12
3.2 IaaS 景气度良好，服务器需求持续增长.....	14
4.“政策+竞争+信创”三轮驱动，金融科技迎发展良机.....	17
4.1 资本市场政策密集出台，加速金融科技建设.....	17
4.2 金融机构争相加码金融科技，驱动新成长.....	18
4.3 新一轮银行 IT 建设周期叠加信创浪潮，利好本土金融科技厂商.....	20
5.重点公司.....	22
5.1 启明星辰.....	22
5.2 浪潮信息.....	23
5.3 恒生电子.....	25
5.4 同花顺.....	28
6.风险提示.....	31

# 图 目 录

图 1: A 股部分主要指数 2020 上半年走势(截止到 2020.6.10)	5
图 2: A 股部分主要指数 2020 上半年各版块 PE TTM(截止到 2020.6.10)	6
图 3: 申万一级行业上半年涨跌幅(总市值加权平均: %) (截止到 2020.6.10)	6
图 4: 网民规模和互联网普及率	8
图 5: 手机网民规模及占网民比例	8
图 6: 2015.12-2020.3 网络支付用户规模及使用率(单位: 万人)	8
图 7: CNCERT 网络安全事件处理情况	9
图 8: 2013-2018 移动互联网恶意程序捕获数量(单位: 万个)	9
图 9: 中国网络安全市场规模与增速	11
图 10: 中国网络安全市场结构	11
图 11: 中国云计算市场规模与增速	11
图 12: 中国云安全市场及增速	11
图 13: 美欧中企业上云率	12
图 14: 中国云市场规模及增长率	13
图 15: 中国公有云市场规模及增长率	13
图 16: 中国公有云市场结构分布	13
图 17: 中国私有云市场规模及增长率	14
图 18: 2018 年中国私有云市场结构分布	14
图 19: 2018H2 中国公有云 IaaS+PaaS 厂商市占率	14
图 20: 2019H2 中国公有云 IaaS+PaaS 厂商市占率	14
图 21: 2018Q1-2019Q4 中国 X86 服务器整体市场规模(出货量)	15
图 22: 2018 年中国 x86 服务器厂商市场份额(出货量)	15
图 23: 2019 年中国 x86 服务器厂商市场份额(出货量)	15
图 24: 2019 年中国 AI 服务器厂商市场份额	16
图 25: Intel 数据中心收入及增速	16
图 26: 科技赋能现代金融业的发展历程	19
图 27: 2019 年券商信息技术投入金额 TOP10	20
图 28: 腾讯分布式数据库 TDSQL 的部分特性	21
图 29: 启明星辰 2015-2020Q1 营收及增速	22
图 30: 启明星辰 2015-2020Q1 净利润及增速	22
图 31: 启明星辰 2015-2020Q1 毛利率和净利率	23
图 32: 启明星辰 2015-2020Q1 四费及占营收比重	23
图 33: 浪潮信息 2016-2020Q1 营收及增速	24
图 34: 浪潮信息 2016-2020Q1 净利润及增速	24
图 35: 浪潮信息 2016-2020Q1 毛利率和净利率	24
图 36: 浪潮信息 2016-2020Q1 四费及占营收比重	24
图 37: 浪潮信息 2016-2020Q1 研发支出及占营收比重	25
图 38: 恒生电子产品矩阵	26
图 39: 2019 年公司核心产品市占率	26
图 40: 2019 年公司核心产品市占率	27
图 41: 恒生电子 2015-2019 年营收及其增速	27

图 42: 恒生电子 2015-2019 年净利润及其增速 .....	27
图 43: 恒生电子 2015-2019 年毛利率及净利率情况 .....	28
图 44: 同花顺 2015-2019 年营收及其增速 .....	28
图 45: 同花顺 2015-2019 年净利润及其增速 .....	28
图 46: 同花顺 2015-2019 年毛利率及净利率 .....	29
图 47: 同花顺收入增速与 A 股日均成交额增速 .....	29
图 48: 同花顺 2015-2019 年经营活动现金流净额及其增速 .....	30
图 49: 同花顺 2015-2019 年预收账款及其增速 .....	30

## 表 目 录

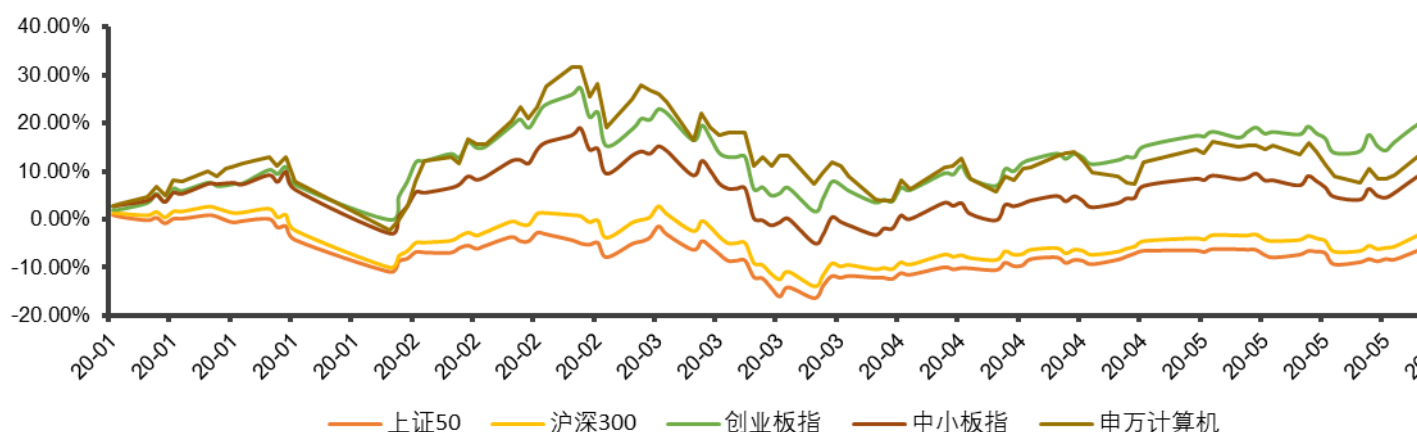
表 1: 2016 年至今部分重要网络安全政策 .....	10
表 2: 2018 年 11 月以来, 我国主要的资本市场改革举措 .....	17
表 3: 银行加码金融科技 .....	19
表 4: 启明星辰主要产品线 .....	22

## 1.2020 年上半年市场回顾及下半年展望

### 1.1 市场震荡上行，计算机指数表现良好

在 2020 年上半年，在新冠疫情一季度快速爆发，经济活动大幅减少，二季度疫情基本控制，经济活动全面恢复的背景下，A 股经历了较大的波动，从 2020 年初到截止 2020 年 6 月 10 日，创业板上涨了 22.5%，中小板上涨了 12.2%，而代表大盘股的沪深 300 则下跌了 1.4%，上证 50 下跌了 5.1%，而申万计算机指数上涨了 12.7%，其上涨幅度大于上证 50 和沪深 300，落后于创业板。随着国内经济的逐渐恢复正常，市场呈现出震荡上行的态势。

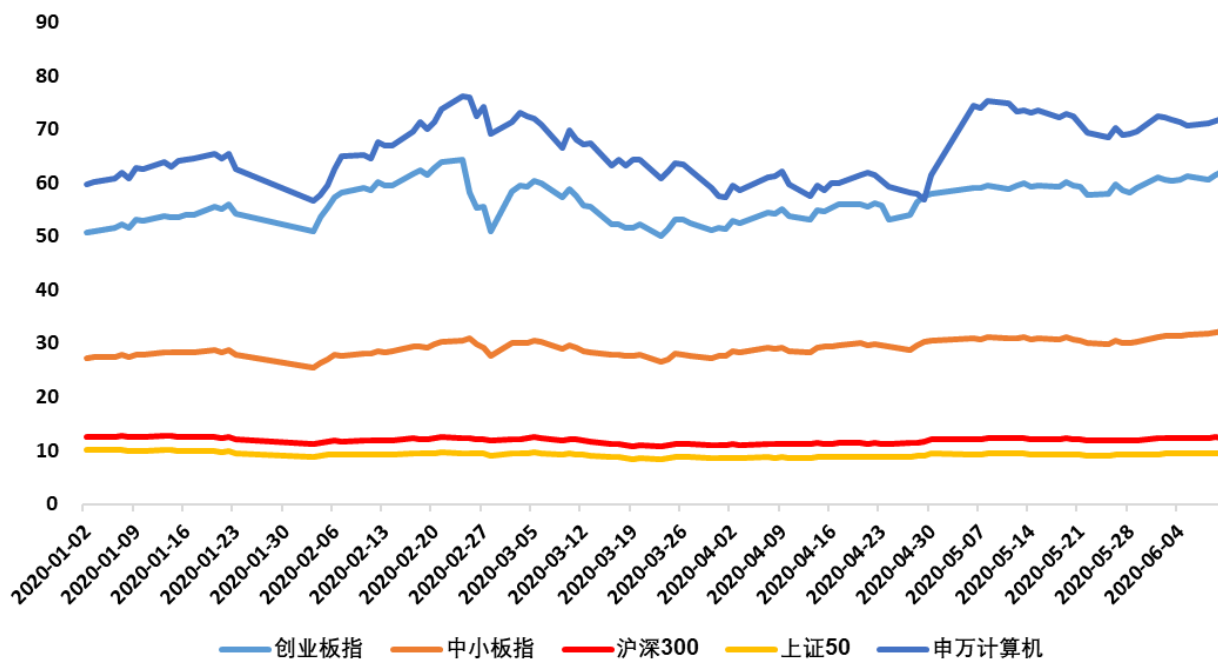
图 1: A 股部分主要指数 2020 上半年走势(截止到 2020.6.10)



资料来源: WIND, 渤海证券

经过从年初到当前的计算机指数的大幅上升，申万计算机板块的估值上升明显，其 PE(TTM)已经从年初的 59.7 上升到 71.9。创业板 PE(TTM)已经从年初的 50.8，上涨到当前的 62.1，中小板的 PE(TTM)从年初的 27.3 上涨到当前的 32.2，而沪深 300 的 PE(TTM)则从年初的 12.6 小幅下跌到当前的 12.4，上证 50 的 PE(TTM)则从 10.1 上涨到小幅下跌到 9.4，计算机板块的估值明显上涨，从估值的角度来看，计算机板块整体的短期经历了较大幅度的上涨过程，但从历史估值来看，计算机板块估值当前处于中间水平上。

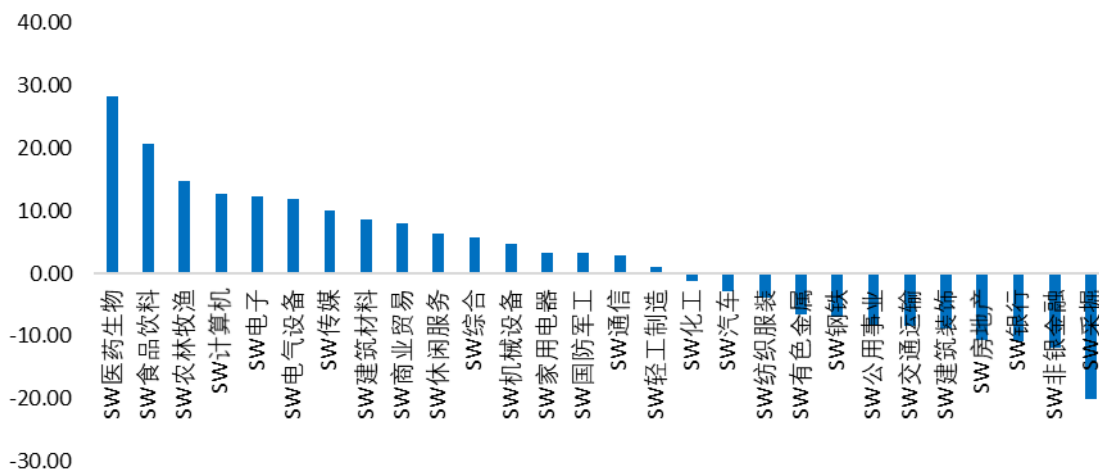
图 2: A 股部分主要指数 2020 上半年各版块 PE TTM(截止到 2020. 6. 10)



资料来源: WIND, 渤海证券

分行业来看, 从年初到现在, 申万医药生物和申万食品饮料涨幅领先, 分别上涨了 28.2% 和 20.8%, 而申万采掘最后, 下跌了 20.0%。

图 3: 申万一级行业上半年涨跌幅(总市值加权平均: %) (截止到 2020. 6. 10)



资料来源: WIND, 渤海证券

## 1.2 2020 下半年市场展望

随着国内新冠疫情的基本消除, 经济活动全面恢复, A 股市场开始全面恢复。具体到计算机板块, 总体来看, 有如下几个特点: 1) 由于计算机板块的大部分公司的客户是国内的 toB 和 toG 客户, 在一季度国内疫情影响下, 部分下游客户的采



购及招投标推迟，对计算机板块一季度营收和净利润造成一定影响，但随着二季度开始，计算机下游行业的招投标等业务全面开始恢复，行业整体开始正常运行。

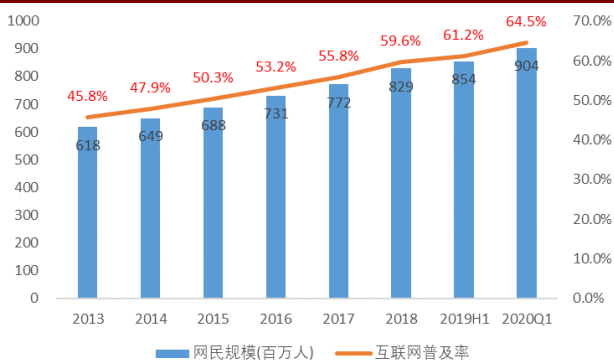
2) 计算机板块的一季度整体营收占全年营收的比重较小，因此，一季度营收及净利润受到的影响占全年的比重不高。3) 计算机行业的长期发展趋势不会改变，云计算，网络安全，金融 IT 等仍将是长期发展趋势。从中长期投资逻辑来看，建议重点关注下游业务恢复较快或者一季度受影响较小，增速稳健，具有中长期成长空间的行业和企业，因此重点推荐关注以下几个方向：1) 云计算产业链有望持续快速发展；2) 网络安全受需求和政策影响，长期发展向好；3) 金融科技处于“政策+竞争+信创”三轮驱动中，长期发展向好。

## 2. 网络安全行业，前景持续向好

### 2.1 安全威胁持续，亟需加强安全

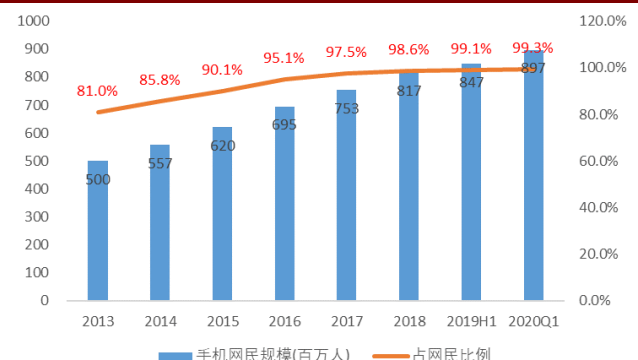
随着 IT 技术和移动互联网、物联网的快速发展，信息网络的使用人员越来越多。根据 CNNIC 资料，截至 2020 年 3 月，我国网民规模为 9.04 亿，而手机网民规模为 8.97 亿。

图 4：网民规模和互联网普及率



资料来源：CNNIC，渤海证券

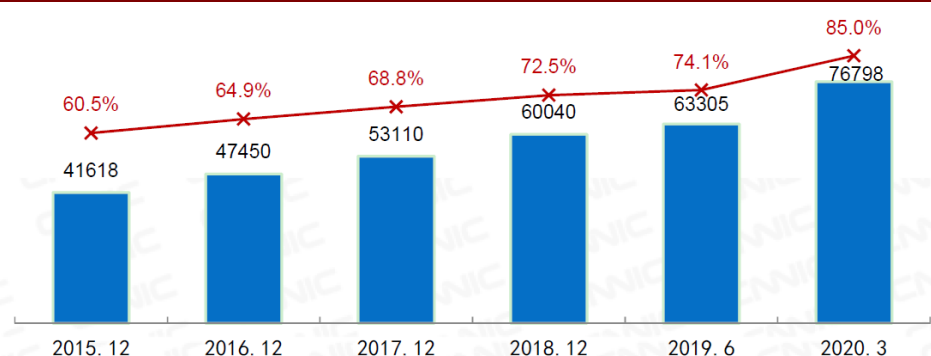
图 5：手机网民规模及占网民比例



资料来源：CNNIC，渤海证券

在网民规模持续增长的同时，使用网络支付的网民数量也在逐渐增加，截至 2020 年 3 月，我国网络支付用户规模达到 7.68 亿，较 2018 年底增加 1.68 亿，占网民整体的比例达到了 85.0%。

图 6：2015.12-2020.3 网络支付用户规模及使用率(单位：万人)



资料来源：CNNIC，渤海证券

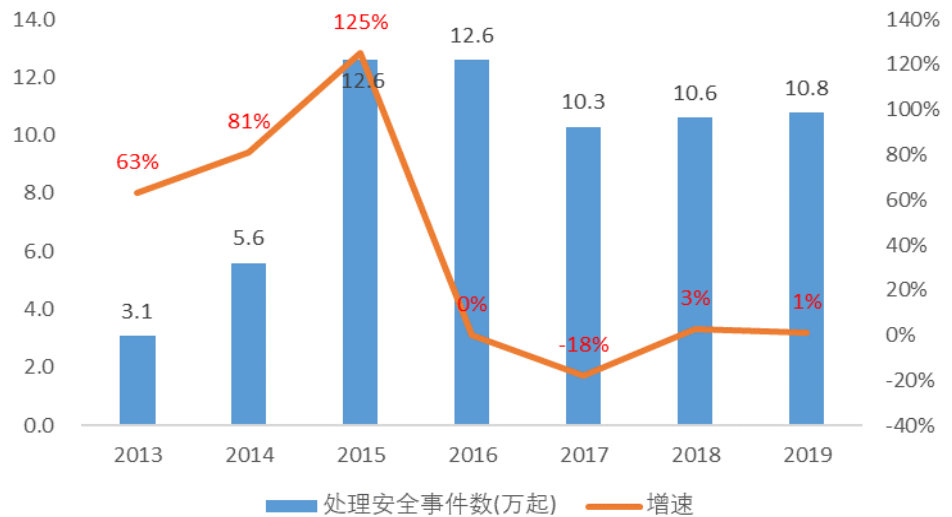
支付方式也趋于多元化，扫码支付，人脸识别支付等开始广泛应用，网络上直接承载了越来越多的商业价值，对网络安全的需求在持续提升。

根据 CNCERT 数据，截至 2019 年 12 月，CNCERT 监测发现我国境内被篡改网站 185573 个，较 2018 年底有较大增长；而国家信息安全漏洞共享平台收集整



理信息安全漏洞 16193 个，较 2018 年增长 14.0%。在 2019 年，CNCERT/CC 共处理网络安全事件共 10.78 万余起，较 2018 年增长 1.0%，网络安全整体形势依旧严峻。

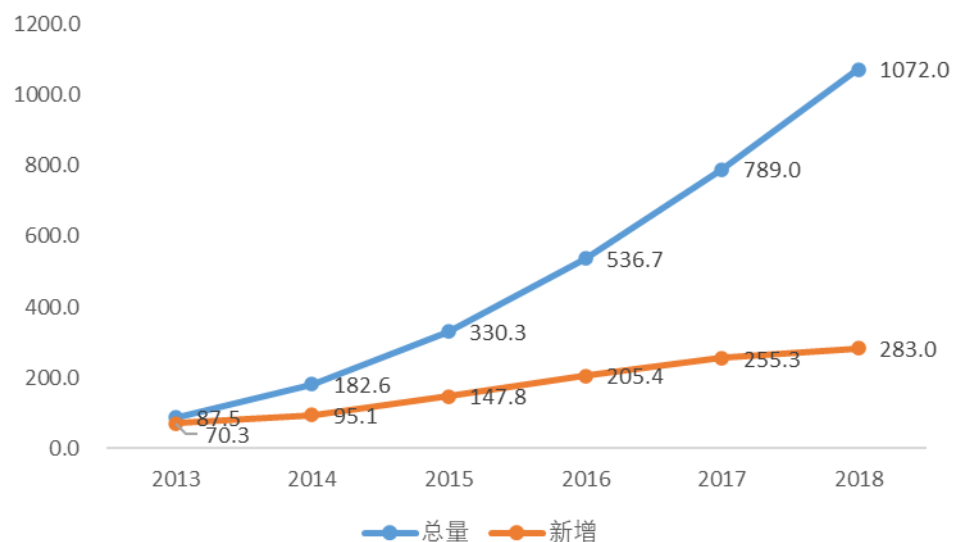
图 7: CNCERT 网络安全事件处理情况



资料来源: CNCERT/CC, 渤海证券

2018 年 CRCERT/CC 通过自主捕获和厂商交换获得互联网恶意程序 283 万余个，同比增长 11.7%，移动网络依然面临严峻的安全威胁。

图 8: 2013-2018 移动互联网恶意程序捕获数量(单位: 万个)



资料来源: CNCERT/CC, 渤海证券

## 2.2 政策法规发力，网络安全行业机会凸显

伴随着 2017 年《网络安全法》的实施，我国新一代的等级保护制度也正在逐步完善，等保 2.0 体系开始建立，2019 年 5 月正式发布等保 2.0，并已于 2019 年 12 月开始正式实施，信息安全行业发展迎来了新的时期。相比等保 1.0，等保 2.0 提出了对云计算安全、移动互联网安全、物联网安全和工业控制系统安全扩展要求。等保 2.0 等政策为网络安全行业的发展增添了新的动力。

表 1：2016 年至今部分重要网络安全政策

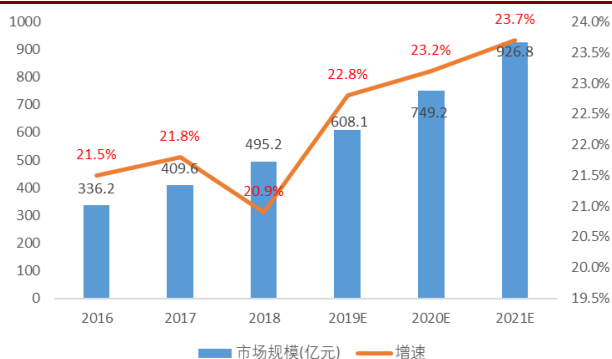
时间	政策文件	要点
2020 年 4 月	《网络安全审查办法》	关键信息基础设施运营者采购网络产品和服务，影响或可能影响国家安全的，应当按照《办法》进行网络安全审查。
2019 年 10 月	《中华人民共和国密码法》	将规范密码应用和管理，促进密码事业发展，保障网络与信息安全，提出了国家对密码实行分类管理
2019 年 9 月	《关于促进网络安全产业发展的指导意见（征求意见稿）》	到 2025 年，培育形成一批年营收超过 20 亿的网络安全企业，形成若干具有国际竞争力的网络安全骨干企业，网络安全产业规模超过 2000 亿。加强 5G、下一代互联网、工业互联网、物联网、车联网等新兴领域网络安全威胁和风险分析，大力推动相关场景下的网络安全技术产品研发。
2019 年 5 月	《网络安全等级保护技术 2.0 版本》	提出了对云计算安全、移动互联网安全、物联网安全和工业控制系统安全扩展要求。为落实信息安全工作提出了新的要求。
2019 年 3 月	《中央企业负责人经营业绩考核办法》	将网络安全纳入考核范围
2018 年 3 月	《关于推动资本市场服务网络强国建设的指导意见》	《意见》重点强调要推动网信事业和资本市场协调发展，保障国家网络安全和金融安全，促进网信和证券监督工作联动。
2017 年 1 月	《关于促进互联网健康有序发展的意见》	《意见》要求要加快完善市场准入制度，提升网络安全保障水平，维护用户合法权益、打击网络违法犯罪、增强网络管理能力，防范移动互联网安全风险。
2016 年 11 月	《网络安全法》	《中华人民共和国网络安全法》正式发布，并于 2017 年 6 月 1 日开始实施。强调了金融、能源、交通、电子政务等行业在网络安全等级保护制度的建设，是我国第一部网络空间管理方面的基础性法律。

资料来源：政府网站，渤海证券

从产业链来看，网络安全行业上游主要为工控机、服务器、存储器、芯片及操作系统、数据库等软硬件厂商。中游为提供安全产品、安全服务、安全集成的厂商，下游则是政府、金融、电信、能源、教育等各行业用户。随着等保 2.0 的实施，以及安全威胁增加，下游客户对网络安全的重视程度在持续增长，推动着网络安全行业持续稳健发展。

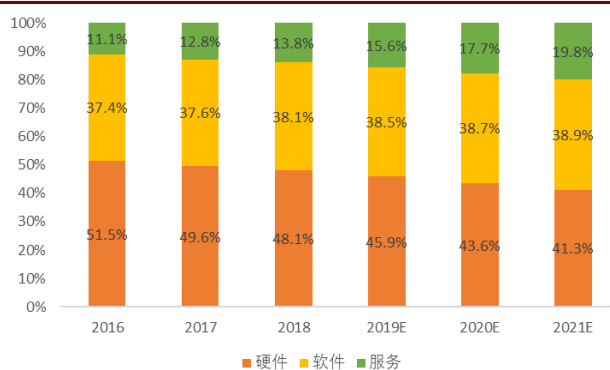
根据赛迪顾问数据，近几年来，我国网络安全行业保持在 20%以上的增长，2018 年市场规模达到 495.2 亿元，其中硬件占比最高，达到了 48.1%。

图 9：中国网络安全市场规模与增速



资料来源：赛迪顾问，渤海证券

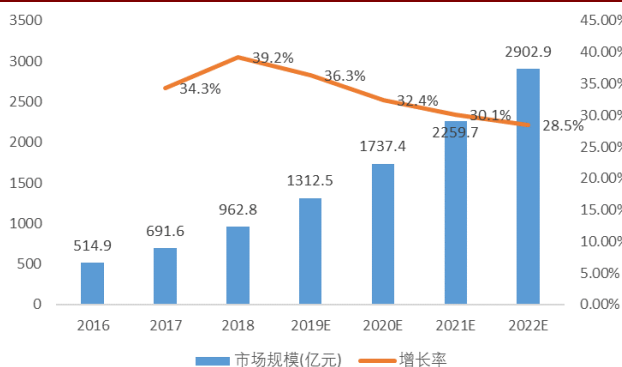
图 10：中国网络安全市场结构



资料来源：赛迪顾问，渤海证券

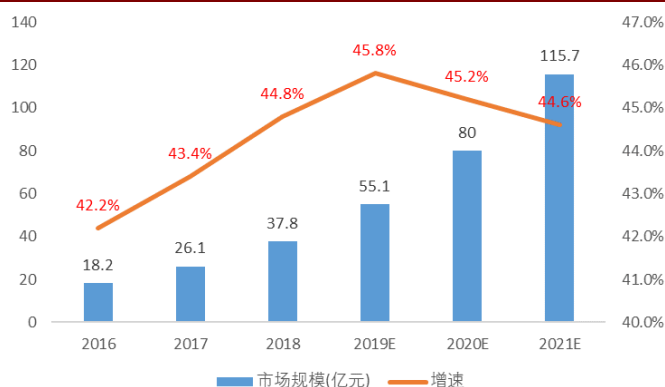
根据中国信息通信研究院的数据显示，2018 年我国云计算整体规模达到 968.2 亿元，增速 39.2%，预计 2019-2022 年仍将保持快速增长的势头。伴随云计算的进步，云安全问题也引起了更多关注，为未来云安全产品与服务的研发与部署提供了广阔的应用场景。虽然当前云安全市场尚处于起步阶段，但整体市场规模将随着云计算行业的快速发展而增加。根据赛迪顾问的数据，2018 年，中国云安全市场规模达到 37.8 亿元，同比增长达 44.8%，预计未来几年整体市场仍将保持快速增长趋势。

图 11：中国云计算市场规模与增速



资料来源：信通院，渤海证券

图 12：中国云安全市场及增速



资料来源：赛迪顾问，渤海证券

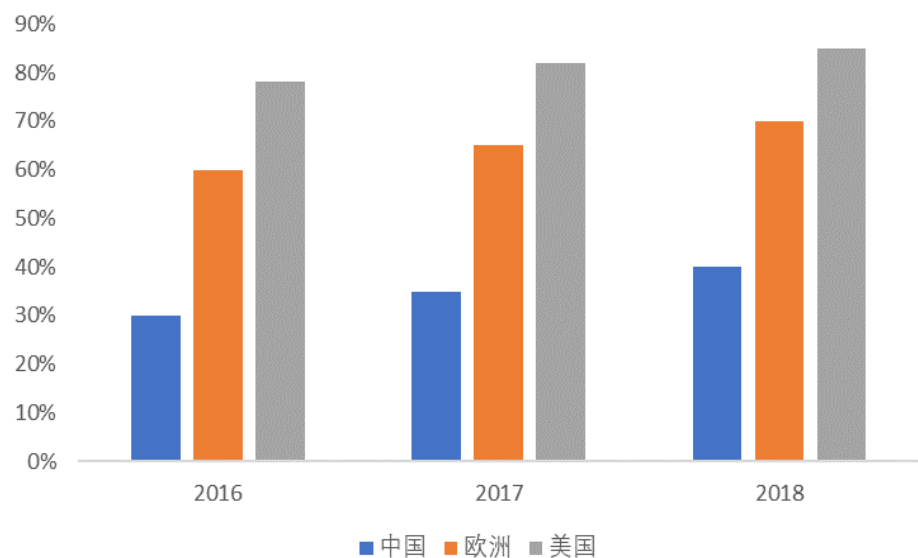
在网络安全政策推动，以及在云计算、大数据、工业互联网、物联网等行业快速发展所带来的下游客户的安全需求增长下，网络安全行业迎来了快速发展时期，由于下游行业景气度高，预计未来几年网络安全行业整体仍将维持较高的增长速度。

### 3.云计算行业景气度高，市场规模持续扩大

#### 3.1 企业上云趋势明显，云计算蓬勃发展

根据《中国云计算产业发展白皮书》，2016年，欧洲国家的上云率已经超过60%，美国企业上云率更是高达80%，但我国企业的上云率才不到40%，国内企业上云市场前景广阔。

图 13: 美欧中企业上云率

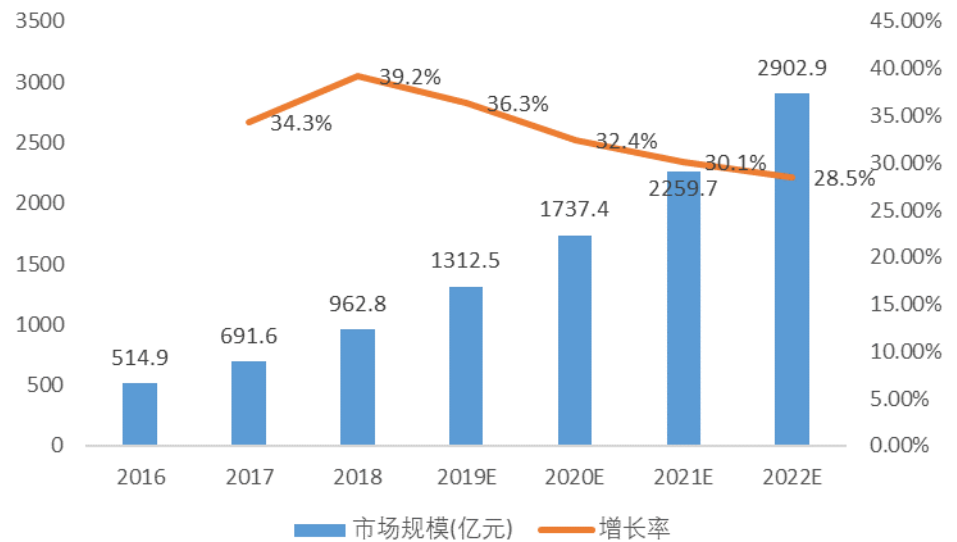


资料来源：《中国云计算产业发展白皮书》，渤海证券

从全球视野来看，我国的云计算技术的发展和应用目前仍处于起步阶段。根据艾媒咨询的研究，尽管云计算已经发展 10 年，但中国云计算市场整体规模较小，落后全球云计算市场 3 至 5 年。在全球云计算市场趋于稳定增长的背景下，中国云计算市场正处于高速增长阶段。

根据中国信息通信研究院的数据显示，2018 年我国云计算整体规模达到 968.2 亿元，增速 39.2%。

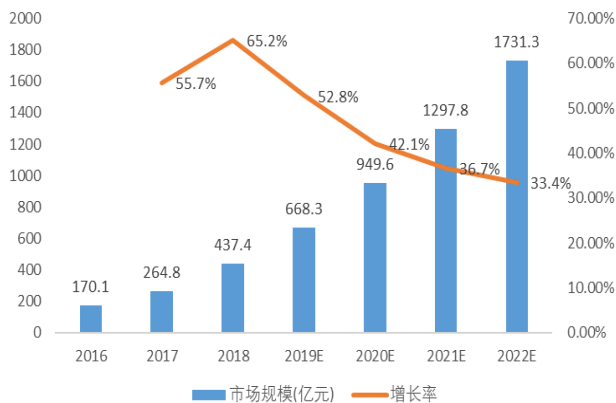
图 14: 中国云市场规模及增长率



资料来源: 信通院, 渤海证券

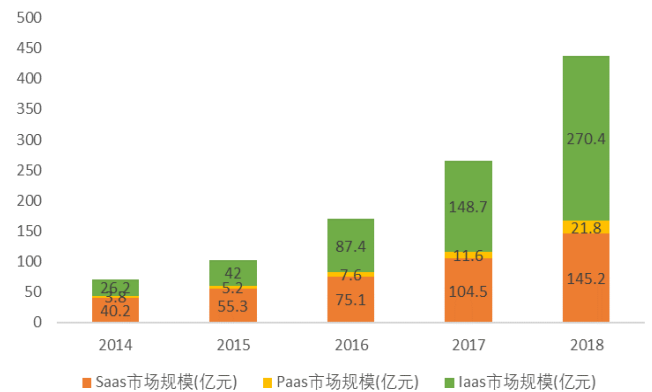
2018 年中国公有云规模 437 亿元, 预计到 2022 年公有云市场仍将保持快速增长态势, 到 2022 年公有云市场规模将达到 1731 亿元。而在公有云中, IaaS 占据主要部分, 在 2018 年达到了 270.4 亿元, 占比达到 61.8%。

图 15: 中国公有云市场规模及增长率



资料来源: 信通院, 渤海证券

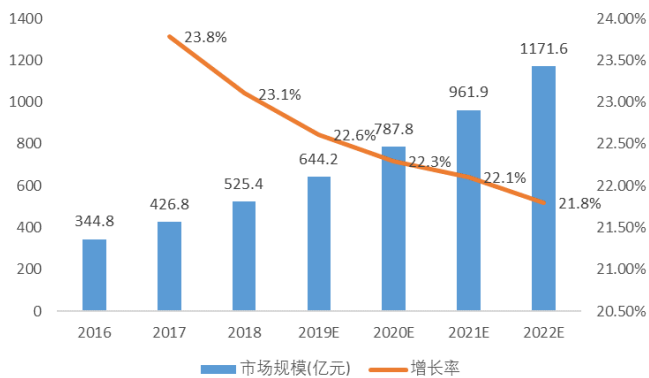
图 16: 中国公有云市场结构分布



资料来源: 信通院, 渤海证券

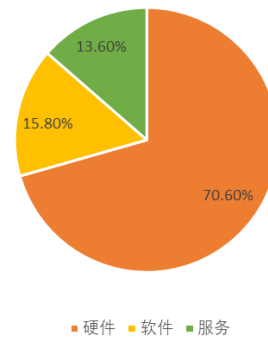
2018 年中国私有云市场规模达 525 亿元, 预计未来几年继续保持稳定增长, 到 2022 年市场规模达到 1172 亿元。在私有云中, 硬件市场规模占据主要部分, 2018 年达到 371 亿元, 占比 70.6%。

图 17: 中国私有云市场规模及增长率



资料来源: 信通院, 渤海证券

图 18: 2018 年中国私有云市场结构分布

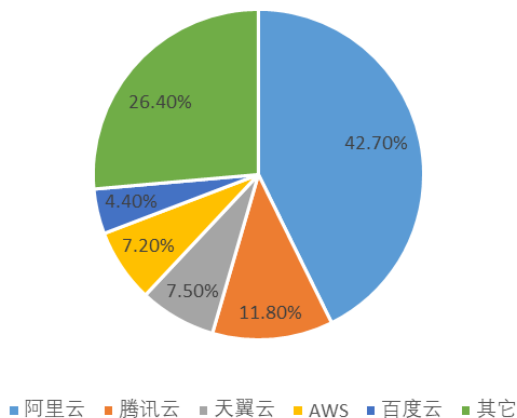


资料来源: 信通院, 渤海证券

随着云计算产业的迅速发展, 已经成为了新型的信息基础设施。行业领先公司的云服务收入和资本开支均进入了快速增长阶段。

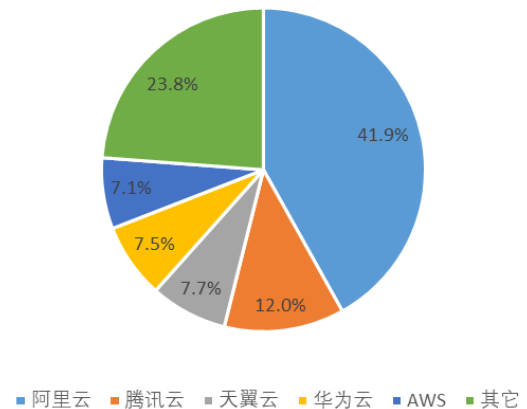
根据 IDC 发布的报告显示, 2019 下半年中国公有云服务整体市场规模 (IaaS/PaaS/SaaS) 达到 69.6 亿美元, 中国公有云 IaaS+PaaS 行业前五的市占率从 2018H2 的 73.6% 增加到 2019H2 的 76.2%, 行业的集中度进一步提升。其中阿里云的市占率超过 40%, 在行业中处于一枝独秀的地位。

图 19: 2018H2 中国公有云 IaaS+PaaS 厂商市占率



资料来源: IDC, 渤海证券

图 20: 2019H2 中国公有云 IaaS+PaaS 厂商市占率



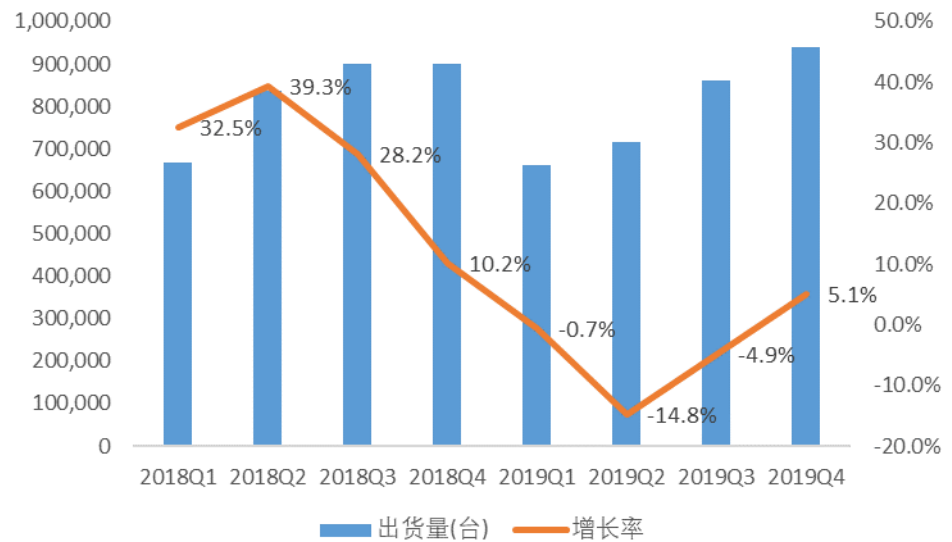
资料来源: IDC, 渤海证券

### 3.2 IaaS 景气度良好, 服务器需求持续增长

云计算厂商的快速增长, 也将带来了服务器需求的增长。根据 IDC 预计, 中国 X86 服务器市场未来几年需求比较旺盛, 在 2020-2024 年复合增长率将达到 9.1%。



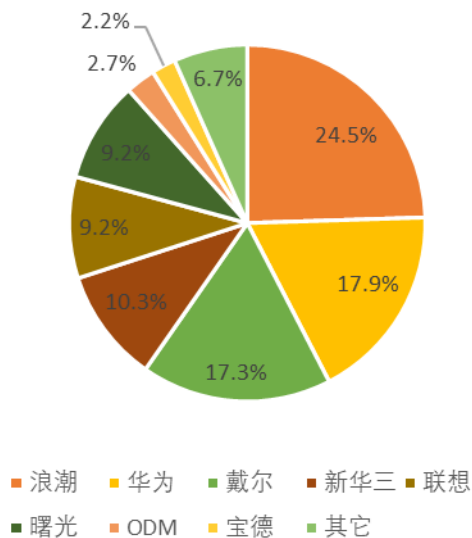
图 21: 2018Q1-2019Q4 中国 X86 服务器整体市场规模(出货量)



资料来源: IDC, 渤海证券

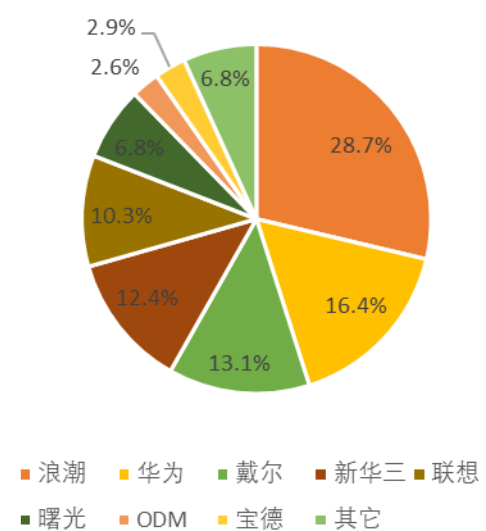
在中国 x86 服务器出货量份额中, 浪潮的占有率从 2018 年的 24.5%提升到了 2019 年的 28.7%, 市份额进一步增长。

图 22: 2018 年中国 x86 服务器厂商市场份额(出货量)



资料来源: IDC, 渤海证券

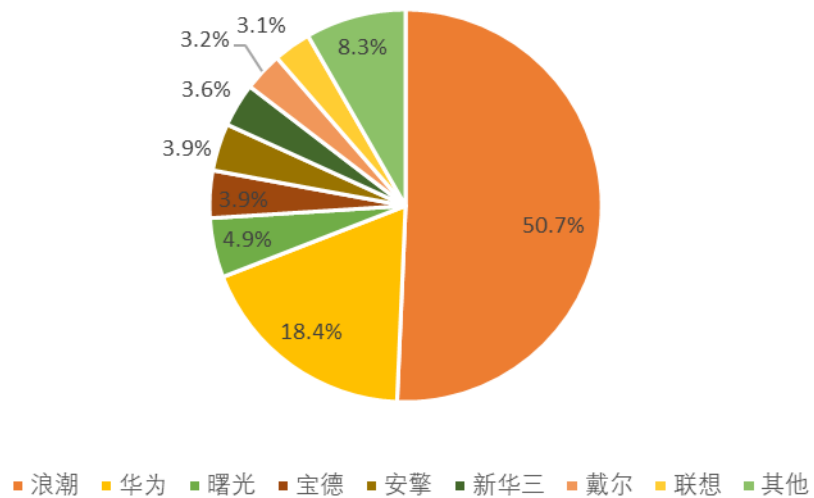
图 23: 2019 年中国 x86 服务器厂商市场份额(出货量)



资料来源: IDC, 渤海证券

而根据 IDC 报告, 中国 2019 年人工智能基础架构市场规模达到 20.9 亿美元, 同比增长 58.7%。其中 GPU 服务器占据 96.1%的市场份额, 浪潮的市场份额达到了 50.7%。

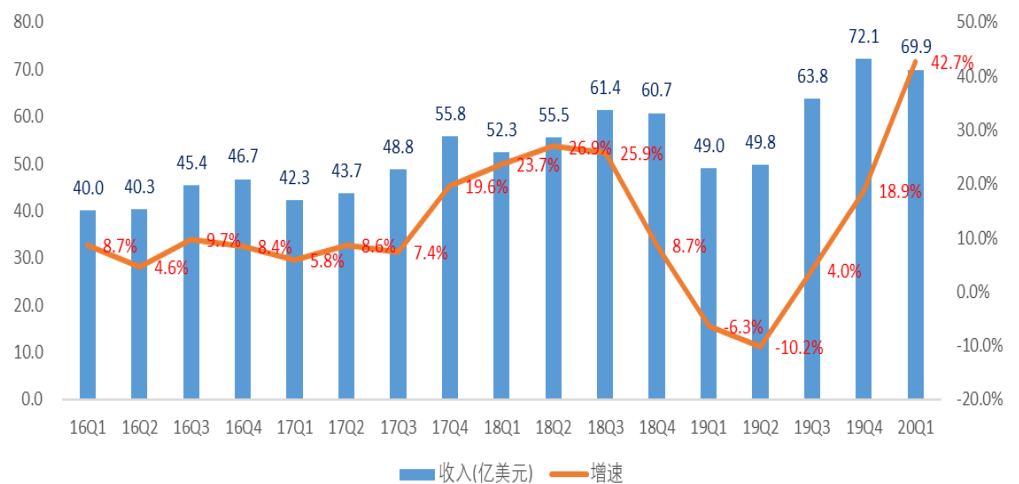
图 24: 2019 年中国 AI 服务器厂商市场份额



资料来源: IDC, 渤海证券

由于服务器的大部分芯片是由 Intel 提供, 因此从 Intel 数据中心的收入对于服务器芯片的供应具有一定的指导意义, Intel 的数据中心收入在 2019Q1 和 2019Q2 同比下滑后, 从 2019Q3 开始重拾增长态势, 特别是 2020Q1 增速 42.7%, 而服务器芯片销售一般领先服务器销售一段时间, 因此, 预期 2020 年服务器市场的出货量会有较大幅度的增长。

图 25: Intel 数据中心收入及增速



资料来源: Wind, 渤海证券

## 4. “政策+竞争+信创” 三轮驱动，金融科技迎发展良机

### 4.1 资本市场政策密集出台，加速金融科技建设

我国资本市场改革既有内因驱动，又有外因驱动。(1) 我国经济结构面临转型升级，需要资本市场为新经济提供金融支持；(2) 我国中小企业、民营企业的融资需求缺口较大且结构不合理。根据世界银行数据，我国中小微企业融资缺口达 1.9 万亿美元，占 GDP 的比重达 17%，高于其他发展中国家。从资金结构来看，以短期贷款为主，直接融资、长期资金不足；(3) 中美贸易战的核心是高精尖科技的竞争，为了避免被海外卡脖子，大力发展核心技术迫在眉睫。而核心技术的发展、应用的落地都离不开与之配套的资本市场的支持；(4) 在新冠疫情的冲击下，全球经济增长承压。虽然我国率先控制住了疫情，并已实现复工复产，但是目前海外疫情尚未得到有效控制，失业率攀升，购买力减弱。我国作为一个出口导向型的经济体，受国外疫情影响较大，很多中小企业面临较大压力。

自 2018 年 11 月以来，我国紧锣密鼓地推出了一系列资本市场改革的举措，降低股权融资的门槛，激发市场活力。

表 2: 2018 年 11 月以来，我国主要的资本市场改革举措

时间	发布主体	文件名称/相关举措	主要内容
2018.11	习近平主席		国家主席习近平在首届中国国际进口博览会上宣布，将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制
2019.03			科创板上市审核信息披露系统正式上线，上交所开始接受企业的上市申请
2019.07			科创板开市，首批 25 家科创板企业挂牌交易
2019.10	证监会	《关于修改上市公司重大资产重组管理办法的决定》	简化重组上市认定标准，取消“净利润”指标；将“累计首次原则”计算期间进一步缩短至 36 个月；允许符合国家战略的高新技术产业和战略新兴产业相关的资产在创业板重组上市，其他资产不得在创业板实施重组上市；恢复重组上市配套融资；丰富重大资产重组业绩补偿协议和承诺监管措施，加大问责力度
2019.10	证监会	启动全面深化新三板改革	优化发行融资制度；完善内部层次结构，增设精选层，打造“基础层——创新层——精选层”三个层次的市场结构；建立挂牌公司转板上市机制；加强监督管理，分类实施监督；健全市场退出机制，完善摘牌制度
2019.11	国务院	国务院关于进一步做好利用外资工作的意见	全面取消在华外资银行、证券公司、基金管理公司等金融机构业务范围限制；2020 年取消证券公司、证券投资基金管理公司、期货公司、寿险公司外资持股比例不超过 51% 的限制

2020.02	证监会	《关于修改<上市公司证券发行管理办法>的决定》、《关于修改<创业板上市公司证券发行暂行管理办法>的决定》、《关于修改<上市公司非公开发行股票实施细则>的决定》	<p>"1、取消取消创业板公开发行证券最近一期末资产负债率高于45%的条件；取消创业板非公开发行股票连续2年盈利的条件；将创业板前次募集资金基本使用完毕，且使用进度和效果与披露情况基本一致由发行条件调整为信息披露要求</p> <p>2、将发行价格由不得低于定价基准日前20个交易日公司股票均价的9折改为8折；将锁定期由36个月和12个月分别缩短至18个月和6个月；将主板（中小板）、创业板非公开发行股票发行对象数量由分别不超过10名和5名，统一调整为不超过35名</p> <p>3、将再融资批文有效期由6个月延长至12个月"</p>
2020.04			央行数字货币 DCEP 已在部分银行进行内部测试，首批试点地区包括苏州、雄安、成都和深圳等地。3月央行年度货币金银会议亦提出“坚定不移推进法定数字货币研发工作”
2020.04	中央全面深化改革委员会	《创业板改革并试点注册制总体实施方案》	<p>1、再融资和并购重组涉及公开发行的同步实施注册制；2、放宽创业板涨跌幅限制（新股上市前5个交易日将不设涨跌幅、后续涨跌幅放宽至20%；3、保持存量投资者适当性要求，对增量投资者进行风险相匹配的适当性要求；4、适应信息技术发展，便利投资者，取消现场签署风险揭示书的要求，投资者可以通过纸面或电子方式签署；5、支持红筹结构企业上市</p>
2020.05	上交所		<p>"适时推出做市商制度、研究引入单次 T+0 交易，保证市场流动性，从而保证价格发现功能的正常实现</p> <p>（所谓“单次 T+0”，即日内买入后可卖出，或日内卖出后可再行买入，两个方向均限操作1次。值得注意的是，目前沪深两市的股票交易制度中，卖出股票后的资金已经可以再度买入股票（限1次））"</p>
2020.06	证监会	《关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》	<p>申请转板上市的企业应当为新三板精选层挂牌公司，且在精选层连续挂牌一年以上。挂牌公司转板上市的，应当符合转入板块的上市条件。转板上市条件应当与首次公开发行并上市的条件保持一致，交易所可以根据监管需要提出差异化要求。</p>

资料来源：公开资料整理、渤海证券

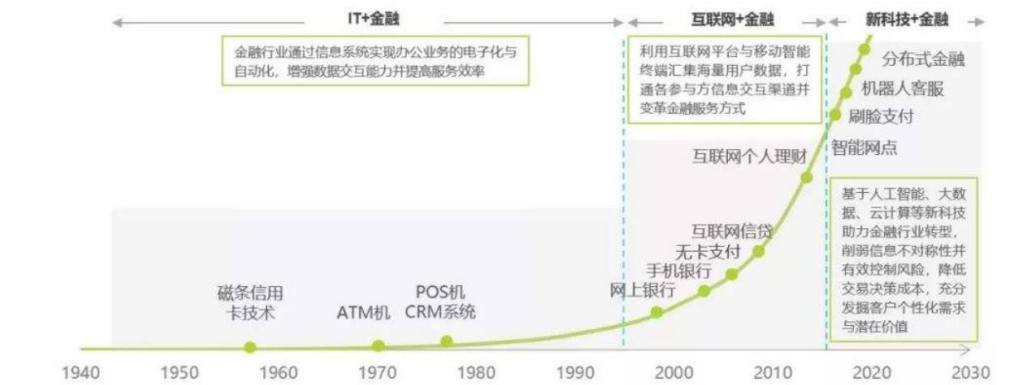
在“内部经济结构转型升级+关键核心技术卡脖子+外部需求减弱”的三重影响下，资本市场改革势在必行。而金融是高度信息化的一个行业，资本市场改革的推进将拉动金融 IT 建设。此外，2019年8月，央行发布了《金融科技 Fintech 发展规划（2019-2021年）》，明确提出要建立健全我国金融科技发展的“四梁八柱”，在增强金融风险技防能力和强化监管的同时，充分发挥金融科技赋能作用。

## 4.2 金融机构争相加码金融科技，驱动新成长

科技赋能金融历经三个发展阶段，科技含量逐步提升。第一阶段是 IT+金融，这个阶段主要是通过 IT 来实现金融办公和业务流程的电子化、自动化，提高效率。第二阶段是互联网+金融，这个阶段主要是利用信息化手段来汇聚行业内各渠道的信息，并对资金供需方、资产买卖方、担保方等做相应匹配，如网络借贷、互

联网个人理财、互联网保险等。第三阶段是新科技+金融，这一阶段着重强调云计算、人工智能、大数据、区块链等新兴信息技术的运用，赋能前中后台业务。

图 26：科技赋能现代金融业的发展历程



资料来源：艾瑞咨询、渤海证券

目前，我们正处在新科技+金融的阶段，各大金融机构加码布局新科技，争取先发优势。虽然金融业有牌照壁垒，天然屏蔽掉了很多外部竞争。但是，目前存量金融机构的竞争也日益激烈，出现了强者恒强，强者兼并弱者的趋势。金融作为一个服务行业，在以前，业务的扩张主要依赖人员规模扩张以及资源禀赋。如今，为了减少对人员以及相关资源的过度依赖，金融机构加码科技布局，将人员的经验沉淀成信息化模块，提高可复用价值，如中台战略；利用信息化手段赋能业务流程，如机器人客服、智能投顾等。此外，新技术的出现让金融业务场景越来越碎片化，也倒逼各大金融机构加码布局科技，以科技驱动新成长。

表 3：银行加码金融科技

银行名称	金融科技子公司	成立时间	业务方向
平安银行	平安科技（深圳）有限公司	2008/5/30	基于人工智能、云计算解决方案，覆盖金融、医疗、汽车、房产、智慧城市五大生态
	深圳壹账通智能科技技术有限公司	2017/09/15	人工智能、大数据分析、区块链（智能风控、互联网银行等）
建设银行	建信金融科技有限责任公司	2018/4/21	金融机构解决方案、政府及公共事业解决方案、企业解决方案、通用解决方案
工商银行	工银科技有限公司	2019/3/25	系统研发、托管服务、生态云建设、科技产品输出、科创企业投资
中国银行	中银金融科技有限公司	2019/6/11	技术创新、软件开发、平台运营、技术咨询
兴业银行	兴业数字金融服务（上海）股份有限公司	2015/11/10	金融信息云，针对城商行、农商行、村镇行、民营银行、非银金融机构解决方案
光大银行	光大科技有限公司	2016/12/20	金融云、IT 系统建设、云缴费等服务
民生银行	民生科技有限责任公司	2018/4/26	金融云、IT 系统建设

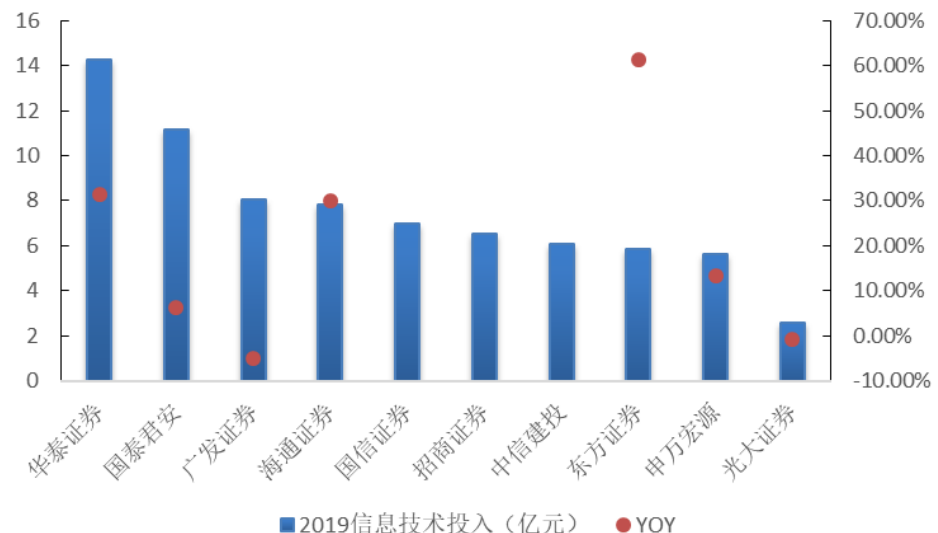


公司			
招商银行	招银云创（深圳）信息技术有限公司	2016/2/23	金融基础云、金融业务云、IT 规划等专项咨询与服务
北京银行	北银金融科技有限责任公司	2013/8/8	大数据、AI、物联网、云计算、区块链等
华夏银行	龙盈智达（深圳）科技有限公司	2018/5/23	人工智能、大数据、区块链、云平台等

资料来源：互金商业评论、渤海证券

还有一些银行，虽然没有成立金融科技子公司，但是成立了金融科技部，如邮储银行、浙商银行、渤海银行、恒丰银行、温州银行等。此外，券商在金融科技领域的投入也日益倍增。在已披露 2019 年信息技术投入金额的券商中，华泰证券以 14.25 亿元位居榜首，同比增长 31.34%。

图 27：2019 年券商信息技术投入金额 TOP10



资料来源：各公司公告、渤海证券

根据证监会发布的《证券公司分类监管规定》，评级越高，投资者保护基金的上缴比例越低。这个分类监管规定将券商的信息系统建设也纳入了考核，有利于刺激券商加大对信息技术的投入。

### 4.3 新一轮银行 IT 建设周期叠加信创浪潮，利好本土金融科技厂商

新一轮银行建设周期已来临，信创浪潮加速国产化替代。银行核心系统的生命周期通常在 5-10 年左右，最近一次银行核心系统建设发生在 2014 年前后，目前已到了银行核心系统新一轮建设周期。过去，我国银行业从基础软硬件到核心系统



都高度依赖海外厂商，这对我国的金融安全构成了较大威胁。2014 年 9 月，银监会、发改委、科技部、工信部联合发布了《关于应用安全可控信息技术加强银行业网络安全和信息化建设的指导意见》，明确提出从 2015 年起，各银行业金融机构对安全可控信息技术的应用以不低于 15% 的比例逐年增加，直至 2019 年达到不低于 75% 的总体占比。

**应用案例相继落地。**2019 年，张家港农商行的新一代核心系统上线，它采用了腾讯云的 TDSQL 分布式数据库来承载核心业务数据，这是传统银行核心系统应用国产分布式数据库的首次尝试。此外，在硬件层面全面采用国产 X86 服务器，取代大型机、小型机。同年，中国农业发展银行的新一代核心系统也顺利上线。2020 年，邮储银行率先启动国有大行核心系统国产化替代，为其它国有大行的核心系统国产化替代树立了标杆。

图 28：腾讯分布式数据库 TDSQL 的部分特性



资料来源：腾讯云官网、渤海证券

## 5.重点公司

### 5.1 启明星辰

公司成立于1996年，于2010年在深交所挂牌上市，是国内网络信息安全市场综合型安全厂商。公司在全国多地拥有研发机构，业务涉及到网络安全的大部分领域，经过多年耕耘，为政府、金融、电信、能源、医疗、教育、企业等行业客户提供了完善的网络安全解决方案，公司同时进行了网络安全运营。

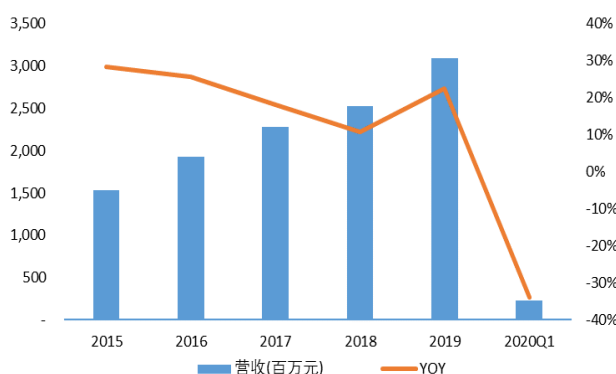
表4：启明星辰主要产品线

安全防护	安全检测	应用安全	数据安全	安全管理	云安全	工控安全
UTM	IDS	Web 应用防火墙	数据防泄密系统	安全管理平台	云安全资源池	工业防火墙
防火墙	IPS	Web 应用审计	数据库审计防护	态势感知平台	云安全管理平台	网络流秩序分析
下一代防火墙	APT 检测	网页防篡改	数据库静态脱敏	日志审计	云数据库审计	工控 IDS 与审计
网闸	网络审计	视频安全防护	数据库动态脱敏	网络行为分析	虚拟 WAF	工控脆弱性扫描
单项光闸	上网行为管控	视频应用设计	文档加密	业务支撑	云子可信 SaaS	工业 SOC
VPN	入侵分析中心		电子签章	漏洞管理平台	云 web 应用审计	工业网闸
脆弱性扫描			数据库防火墙	配置核查		安全检查工具箱

资料来源：公司官网，渤海证券

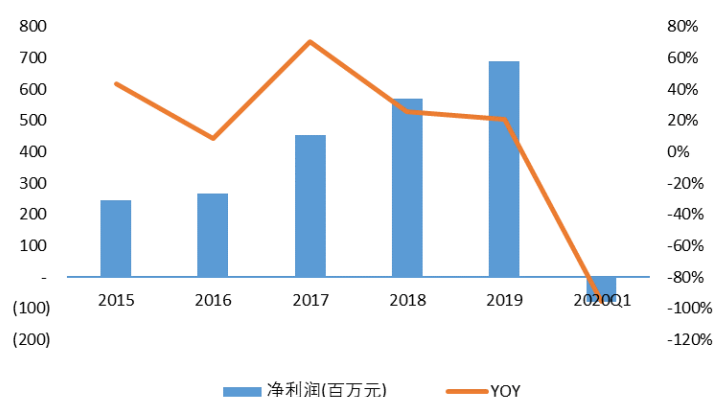
启明星辰近年来营收快速增长，从2015年的15.34亿元快速增长到2019年的30.89亿元，2020年由于受新冠疫情影响营收为2.3亿元，同比下滑34%，随着疫情的缓解，公司的业务有望恢复到正常水平。公司的净利润从2015年的2.4亿元快速增长到2019年的6.88亿元。

图29：启明星辰2015-2020Q1 营收及增速



资料来源：Wind，渤海证券

图30：启明星辰2015-2020Q1 净利润及增速

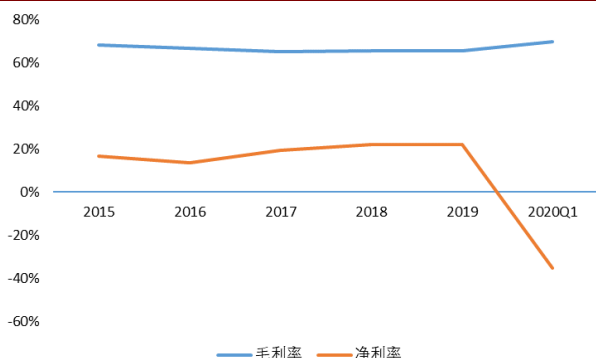


资料来源：Wind，渤海证券

启明星辰近几年的毛利率基本保持稳定，维持在65%左右；而净利率则由2015年的17%快速上升到2019年的22%。启明星辰通过加强管理的方式，实现了四

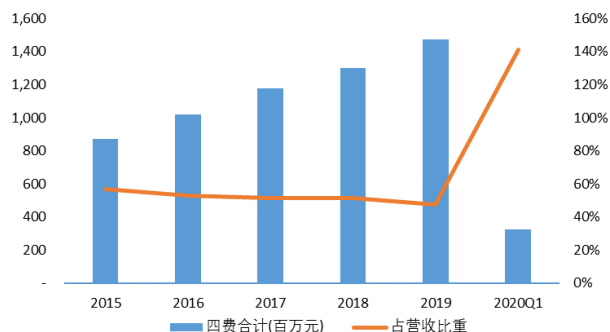
费稳中有降，期间费用控制较好，2019 年的四费占比约为 48%。

图 31：启明星辰 2015-2020Q1 毛利率和净利率



资料来源：Wind，渤海证券

图 32：启明星辰 2015-2020Q1 四费及占营收比重



资料来源：Wind，渤海证券

**卡位安全运营，行业前景向好。**安全运营是以第三方独立安全运营为客观视角，建立独立安全支撑体系，帮助相关单位及企业客观了解自身的安全现状，解决相关单位及企业现有安全问题，全面提升安全能力。独立第三方的安全运营有助于提高政府企业的网络安全运营能力，是未来很好的一个发展方向。自 2018 年在全国启动安全运营业务，已形成北京、成都、广州、杭州（东西南北）四大业务支撑中心及三十余个城市安全运营中心。

随着公司在安全运营项目的快速落地以及在工控安全、云安全和物联网安全等产品的快速拓展，未来几年，公司有望保持稳健的业绩增长。

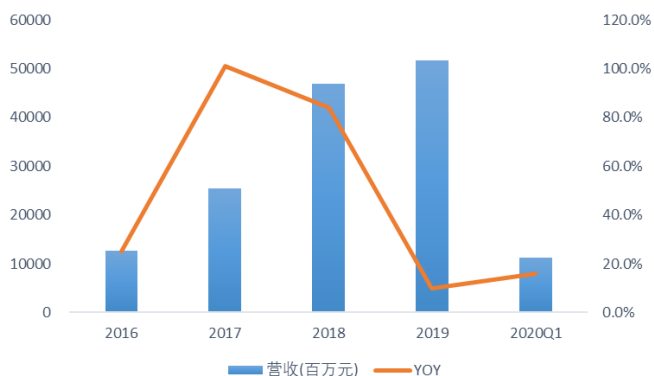
## 5.2 浪潮信息

浪潮信息提供面向云数据中心基础架构的产品及解决方案，重点发展整机柜、超密度等各类形态的云服务器，在云以及 AI 领域形成完整的全栈产品方案业务布局。产品主要包括服务器、服务器部件、IT 终端及散件。其中服务产品主要包括通用服务器、高端服务器和存储服务器产品等。

公司近几年来营收快速增长，2016-2019 年，营收复合增长率为 59.8%，2019 年营收达到 516 亿元，而 2020Q1 营收达到 112 亿元，同比增长 15.9%。

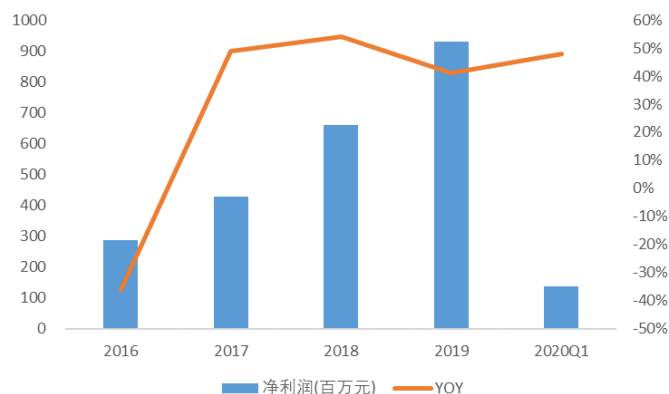
**营收和净利润快速增长。**2016-2019 年，公司净利润复合增长率为 47.9%，2019 年净利润达到 9.29 亿元，而 2020Q1 净利润达到 1.36 亿元，同比增长 47.8%。

图 33: 浪潮信息 2016-2020Q1 营收及增速



资料来源: Wind, 渤海证券

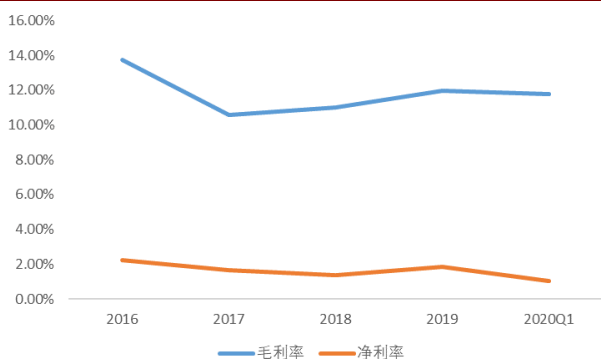
图 34: 浪潮信息 2016-2020Q1 净利润及增速



资料来源: Wind, 渤海证券

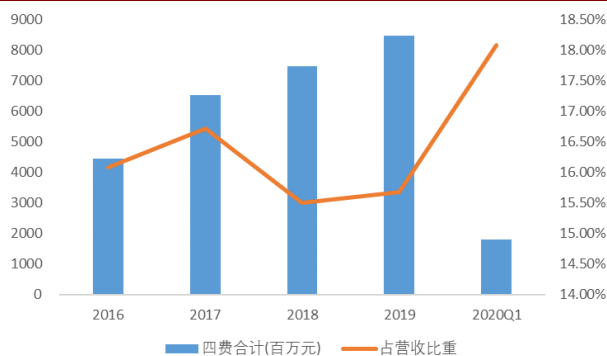
费用控制有力, 毛利率基本稳定。浪潮信息近几年的毛利率基本稳定, 而净利率则有一定的波动。浪潮信息通过加强管理的方式, 实现了四费基本稳定, 期间费用控制较好。

图 35: 浪潮信息 2016-2020Q1 毛利率和净利率



资料来源: Wind, 渤海证券

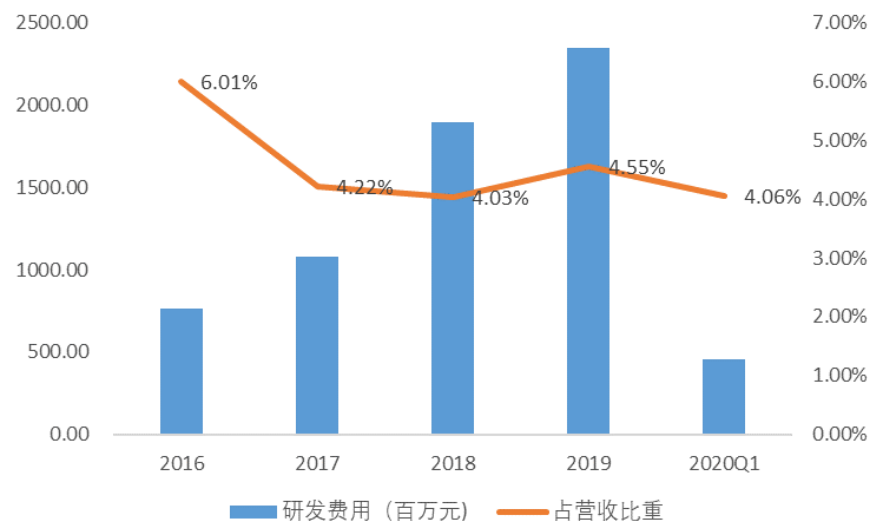
图 36: 浪潮信息 2016-2020Q1 四费及占营收比重



资料来源: Wind, 渤海证券

重视研发投入, 研发成果显著。研发费用从 2016 年的 7.6 亿元, 快速增长到了 2019 年的 23.5 亿元。浪潮信息当前具备全栈技术开发能力, 硬件方面具备从芯片 (AI 芯片、CPU 间高速互联芯片)、板卡、部件、整机到平台软件 (AIStation) 的全方位开发能力。在云、AI、开放计算和边缘计算领域处于全球领先地位。根据 IDC 数据, 2017-2019 年, 浪潮信息的 AI 服务器在国内市场占有率均超过 50%。

图 37: 浪潮信息 2016-2020Q1 研发支出及占营收比重



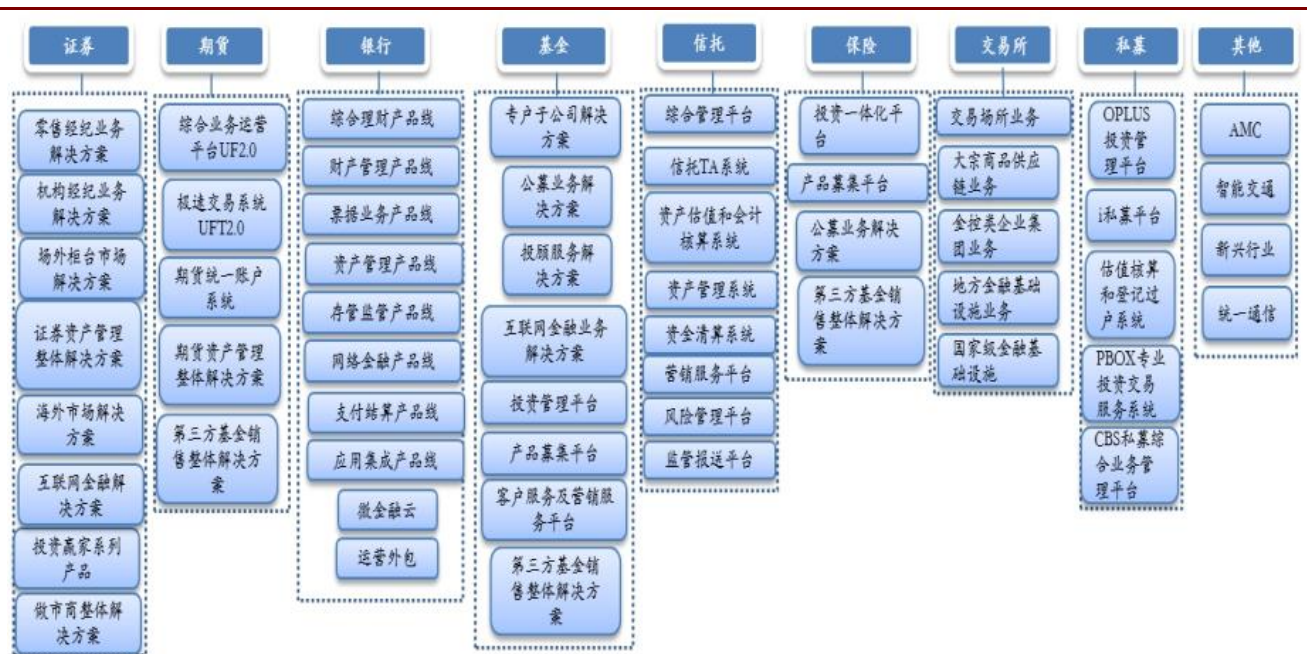
资料来源: Wind, 渤海证券

同时,随着云计算行业蓬勃发展,对服务器的需求持续增长,未来几年浪潮信息有望持续快速成长。

### 5.3 恒生电子

公司于 1995 年成立于杭州,2003 年在上交所上市。公司是中国目前最大的金融 IT 服务商,也是唯一一家全领域的金融 IT 服务商。其产品线涵盖了证券、期货、基金、信托、保险、银行、交易所、私募等机构,且市占率远远领先竞争对手,是当之无愧的行业龙头。

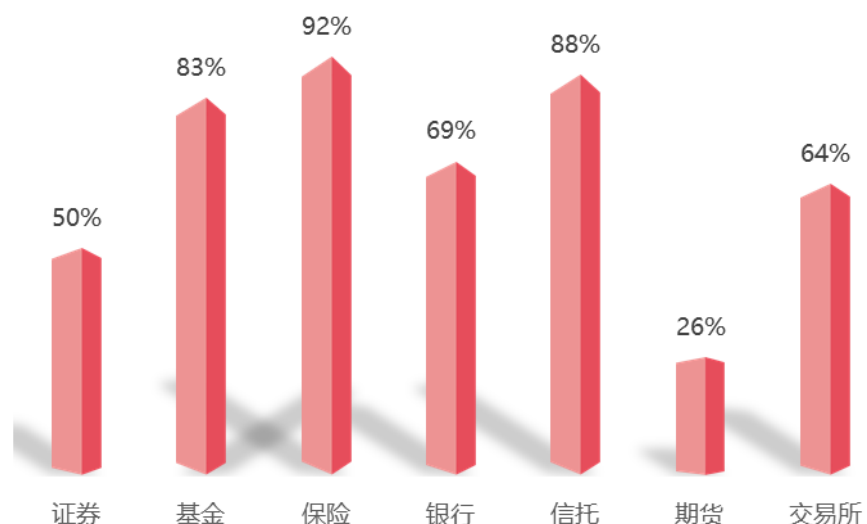
图 38: 恒生电子产品矩阵



资料来源: 公司官网、渤海证券

公司的核心产品市场占有率较高。公司在金融 IT 市场持续深耕，不断延伸其业务触角，多点开花，其核心产品已经在证券、基金、银行、信托、保险等领域具有较高的市占率。值得一提的是，2019 年公司的证券集中交易系统市占率首次突破了 50%。

图 39: 2019 年公司核心产品市占率



资料来源: 公司公告、渤海证券

2019 年公司进行了业务结构的调整，确立了“6 横 6 纵”的业务版图，6 纵指的是大零售业务（财富管理、经纪业务）、大资管业务（资产管理、机构服务），



交易所与监管科技、银行与产业金融六大业务领域。6 横指的是技术中台、数据中台、业务中台三大中台，以及数据服务、基础设施、生态服务三大服务。

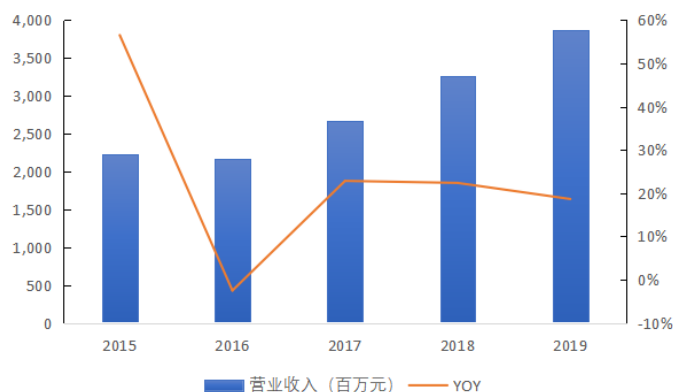
图 40：2019 年公司核心产品市占率



资料来源：公司公告、渤海证券

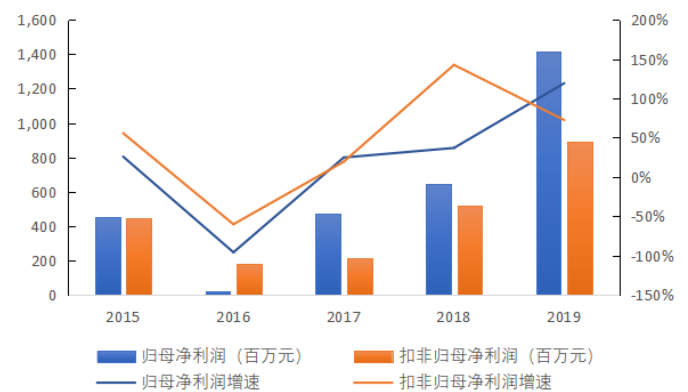
公司的业绩与资本市场的景气程度以及资本市场政策改革力度密切相关。根据前文所述，我们认为，资本市场改革势在必行，公司作为我国金融 IT 龙头厂商，业务条线十分齐全，将有望充分受益。

图 41：恒生电子 2015-2019 年营收及其增速



资料来源：Wind、渤海证券

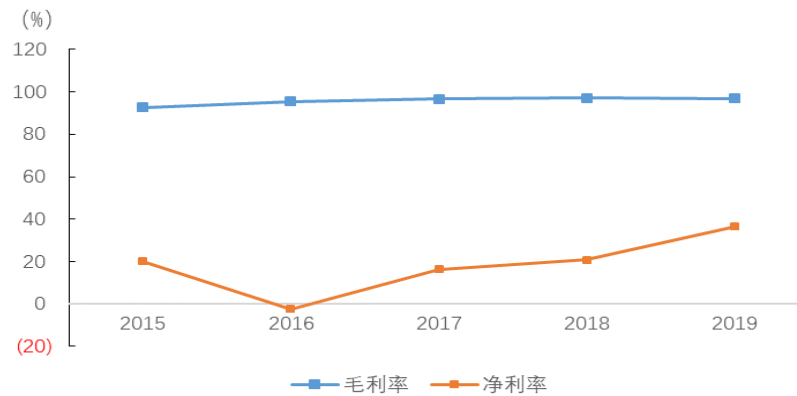
图 42：恒生电子 2015-2019 年净利润及其增速



资料来源：Wind、渤海证券

2015-2019 年间，除了 2016 年公司业绩有所下滑之外(因为 2015 年基数过高，外加 2016 年行情惨淡)，其余年份均保持了较好的增长，彰显公司成长韧性足。此外，公司毛利率一直维持在较高水平，净利率在 2017 年以后一直呈上升趋势。

图 43: 恒生电子 2015-2019 年毛利率及净利率情况

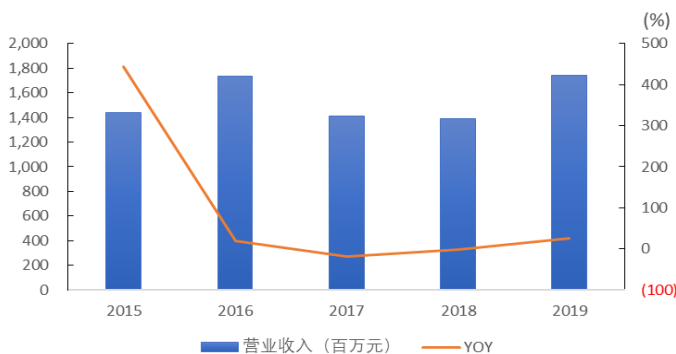


资料来源: Wind、渤海证券

## 5.4 同花顺

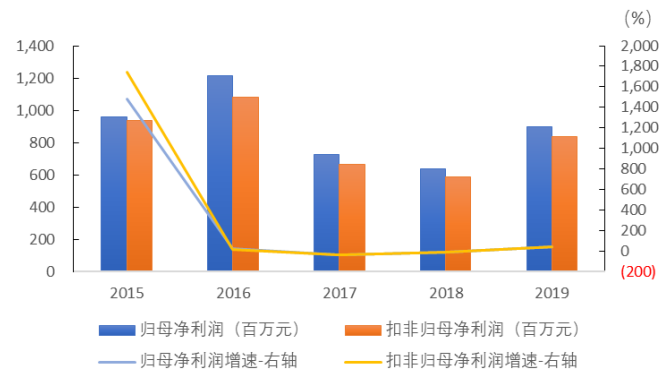
公司是国内领先的互联网金融信息服务提供商。公司于 1995 年成立，2009 年登陆创业板。公司自上市以来，董事长易峥先生未发生过任何质押和减持。公司的主要业务是为各类机构客户提供软件产品和系统维护服务、金融数据服务、智能推广服务，为个人投资者提供金融咨询和投资理财分析工具。

图 44: 同花顺 2015-2019 年营收及其增速



资料来源: Wind、渤海证券

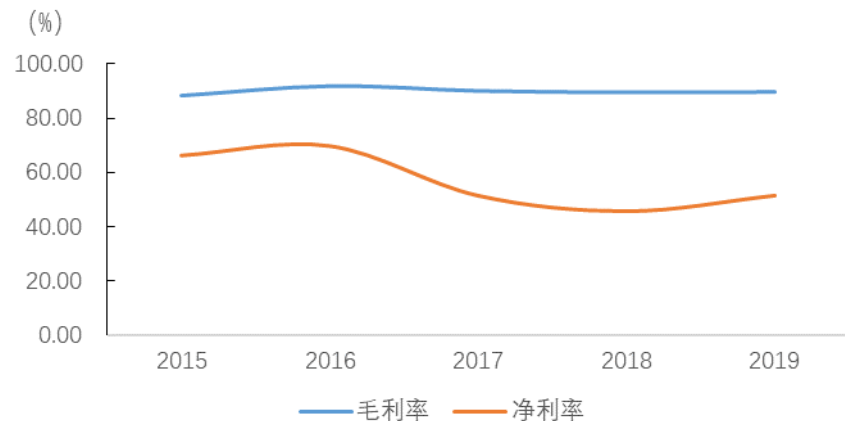
图 45: 同花顺 2015-2019 年净利润及其增速



资料来源: Wind、渤海证券

2015-2019 年间，公司的毛利率和净利率均维持在较高水平。体现了公司的商业模式佳，产品能力强。

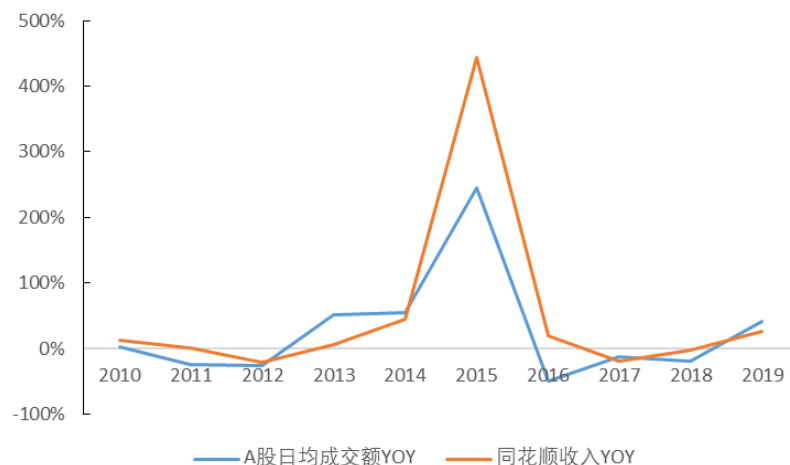
图 46: 同花顺 2015-2019 年毛利率及净利率



资料来源: Wind、渤海证券

**业绩高弹性，且具有一定防御性。**从公司的业务属性可以看出，公司的业绩取决于用户数及其ARPU值。我们通过研究进一步发现，公司的业绩与A股市场的交易量密切相关。在市场交易较为活跃时，公司表现出较高的业绩增速。此外，由于公司的收入确认流程是先确认预收账款，随后再逐月确认收入，因此即便在市场行情突然转坏的时候，公司在之前确认的预收款可以在这段时间陆续确认为收入，具有一定防御属性。

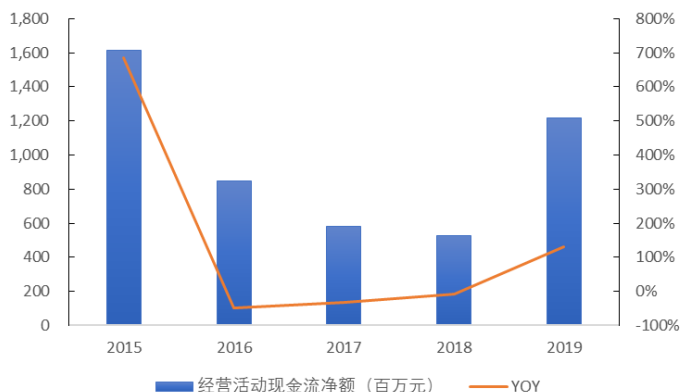
图 47: 同花顺收入增速与 A 股日均成交额增速



资料来源: Wind、渤海证券

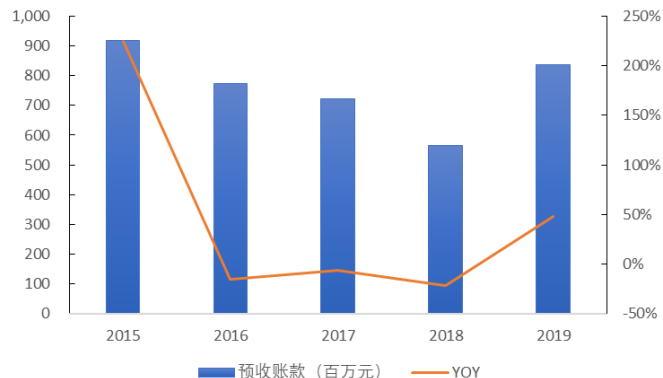
考虑到公司的收入确认方式，我们可以把经营活动现金流、预收账款作为公司业绩的前瞻性指标，这是公司未来业绩的基本盘。

图 48: 同花顺 2015-2019 年经营活动现金流净额及其增速



资料来源: Wind、渤海证券

图 49: 同花顺 2015-2019 年预收账款及其增速



资料来源: Wind、渤海证券

**“T+0”有望推出，公司或将充分受益。**2020 年 5 月底，上交所首次提出适时推出做市商制度、研究引入单次 T+0 交易，保证市场的流动性，从而保证价格发现功能的正常实现。6 月 5 日，上证报刊发专栏文章，称现行的交易机制已难以满足当前市场发展和进一步改革开放的需要，而 T+0 是资本市场改革的必由之路。我们认为，T+0 的推出指日可待，其推出将有助于提高资本市场的流动性。而如我们前文所述，公司的业绩增速与 A 股市场的交易活跃度密切相关，因此，T+0 的推出将会利好公司业绩增长。

## 6.风险提示

云计算行业增速不及预期，信息安全行业下游需求落地不及预期，金融科技下游客户需求存在不确定性，市场风险偏好下降等。

**投资评级说明**

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

**免责声明：**本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责声明



## 渤海证券股份有限公司研究所

## 所长&amp;金融行业研究

张继袖  
+86 22 2845 1845

## 副所长&amp;产品研发部经理

崔健  
+86 22 2845 1618

## 计算机行业研究小组

徐中华  
+86 10 6810 4898  
张源  
+86 22 2383 9067

## 汽车行业研究小组

郑连声  
+86 22 2845 1904  
陈兰芳  
+86 22 2383 9069

## 电力设备与新能源行业研究

郑连声  
+86 22 2845 1904  
滕飞  
+86 10 6810 4686

## 电子行业研究

徐勇  
+86 10 6810 4602  
邓果一  
+86 22 2383 9154

## 医药行业研究小组

徐勇  
+86 10 6810 4602  
甘英健  
+86 22 2383 9063  
陈晨  
+86 22 2383 9062  
张山峰  
+86 22 2383 9136

## 非银金融行业研究

张继袖  
+86 22 2845 1845  
王磊  
+86 22 2845 1802

## 通信行业研究

徐勇  
+86 10 6810 4602

## 传媒行业研究

姚磊  
+86 22 2383 9065

## 餐饮旅游行业研究

杨旭  
+86 22 2845 1879

## 食品饮料行业研究

刘瑞  
+86 22 2386 1670

## 宏观、战略研究&amp;部门经理

周喜  
+86 22 2845 1972

## 固定收益研究

朱林宁  
+86 22 2387 3123  
马丽娜  
+86 22 2386 9129  
张婧怡  
+86 22 2383 9130

## 金融工程研究

宋旻  
+86 22 2845 1131  
张世良  
+86 22 2383 9061  
陈菊  
+86 22 2383 9135

## 金融工程研究

祝涛  
+86 22 2845 1653  
郝惊  
+86 22 2386 1600

## 策略研究

宋亦威  
+86 22 2386 1608  
严佩佩  
+86 22 2383 9070

## 博士后工作站

张佳佳 资产配置  
+86 22 2383 9072  
张一帆 公用事业、信用评级  
+86 22 2383 9073

## 博士后工作站

苏菲 绿色债券  
+86 22 2383 9026  
刘精山 货币政策与债券市场  
+86 22 2386 1439

## 综合管理

齐艳莉 (部门经理)  
+86 22 2845 1625  
李思琦  
+86 22 2383 9132

## 机构销售•投资顾问

朱艳君  
+86 22 2845 1995  
王文君  
+86 10 6810 4637

## 合规管理&amp;部门经理

任宪功  
+86 10 6810 4615

## 风控专员

张敬华  
+86 10 6810 4651

**渤海证券研究所**

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: [www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)

请务必阅读正文之后的免责声明