行业观点

● 计算机

1、卫宁健康(300253.SZ)2020 年三季报点评：下游需求逐步恢复，创新业务领跑市场

事件：

公司于 10 月 29 日晚发布《2020 年第三季度报告》。前三季度，公司实现营收 13.71 亿元，同比增长 14.49%；实现扣非归母净利润 1.98 亿元，同比下降 16.03%。

点评：

经营情况持续向好，三季度实现营业收入与扣非归母净利润双增长

第三季度，公司经营持续向好，实现营业收入 5.78 亿元，同比增长 9.42%，占前三季度的 42.15%；实现扣非归母净利润 1.26 亿元，同比增长 16.06%，占前三季度的 63.42%。分产品来看，前三季度公司收入增长主要体现在核心软件产品及服务上，核心产品软件销售及技术服务业务实现收入 10.75 亿元，同比增长 20.71%；硬件销售业务实现收入 2.94 亿元，同比增长 0.65%。

持续打造高水平标杆客户，新一代医疗健康科技产品持续推进落地

前三季度，公司持续打造高水平智慧医院标杆，帮助厦门弘爱医院（集团）形成医、产、康、养一体化的信息化运行格局；助力国药同煤总医院、长春中医药大学附属医院、南京市高淳区、建邺区、江北新区管委会卫健委等 14 家客户通过国家互联互通四级甲等评审。2020 年 4 月，公司发布新一代医疗健康科技产品 WiNEX，并持续推进落地。截至三季度末，该产品已在上海市第六人民医院东院、上海市第一人民医院宝山分院、山西医科大学第二医院、西安市第四医院、合肥市妇幼保健院等医院上线。

持续拓展并领跑“互联网+医疗健康”板块，创新业务收入增长较快

前三季度，1）云医：纳里健康（持股 69.37%）实现收入 2541.38 万元，同比增长 52.40%，实现净利润-3135.42 万元。纳里健康平台在线服务超过 200 万单，实现高速增长。2）云险：卫宁互联网（持股 70.00%）实现收入 827.07 万元，同比下降 42.64%，实现净利润-390.37 万元。卫宁互联网新增交易金额 230 多亿元，同比增长超 60%。卫宁科技（持股 42.86%）实现收入 1071.26 万元，同比增长 58.17%；实现净利润-5460.36 万元。2020 年 4 月，卫宁科技中标青海省医保局项目，7 月中标海南省医保局项目，承建的国家医保局项目也于 7 月通过初验。3）云药：钥世圈（持股 31.97%）实现收入 1.43 亿元，同比增长 12.87%，实现净利润-857.76 万元。投资建议与盈利预测

公司是国内医疗卫生信息化行业的龙头厂商，在传统医疗卫生信息化业务和创新的“互联网+医疗健康”业务等全面布局，在疫情助推行

主要市场走势图



资料来源：Wind

A 股市场涨幅前五

股票	收盘价	涨跌幅%		
	RMB	1 日	5 日	本年
汉宇集团	11.38	37.11	64.69	128.93
友讯达	23.63	30.41	62.29	91.00
聚灿光电	36.56	30.34	29.19	171.19
民德电子	36.80	21.81	28.63	96.53
宝色股份	24.85	21.58	17.55	171.54

A 股市场跌幅前五

股票	收盘价	涨跌幅%		
	RMB	1 日	5 日	本年
国赛集团	48.41	-20.12	-14.33	50.25
洪通燃气	22.97	-15.21	0.00	-33.50
神奇制药	5.06	-14.53	-24.59	-30.11
天际股份	15.52	-10.91	-2.02	72.12
*ST 辉丰	3.00	-10.18	-22.48	5.26

业大发展的背景下，有望实现跨越式发展。预计公司 2020-2022 年营业收入为 24.84、31.77、39.42 亿元，归母净利润为 5.27、6.85、8.57 亿元，EPS 为 0.25、0.32、0.40 元/股。考虑到公司的行业地位、在传统业务和创新业务的全面布局、未来三年收入和利润的预期增长情况、过去三年 PE 主要运行在 50-130 倍之间等因素，维持公司 2020 年 100 倍的目标 PE，目标价为 24.71 元。考虑到目前的股价较目标价有 40.08%的空间，上调至“买入”评级。

风险提示

医疗卫生信息化行业相关政策落地低于预期，传统医疗信息化业务需求不足，创新业务拓展低于预期，行业竞争加剧等。

分析师：耿军军（执业证书：S0020519070002），联系人：陈图南

2、创业慧康(300451.SZ)2020 年三季报点评：业务回暖明显，前瞻布局未来

事件：

公司于 10 月 29 日晚发布《2020 年第三季度报告》。前三季度，公司实现营业收入 11.18 亿元，同比增长 18.59%；实现扣非归母净利润 1.61 亿元，同比增长 18.68%。

点评：

疫情影响逐步消退，第三季度营业收入与归母净利润均实现较高增长

随着国内疫情逐步得到有效控制，公司持续拓展巩固业已形成的竞争优势，前三季度，营业收入增速环比上半年提升 3.06pct。第三季度，公司实现营业收入 4.09 亿元，同比增长 24.29%，实现归母净利润 0.75 亿元，同比增长 24.94%，公司盈利能力显著改善。公司回款情况良好，经营性现金流大幅改善，第三季度，公司经营性净现金流为 7200.98 万元，上年同期为-5104.12 万元。随着电子病历评级、互联互通和 DRGs 等陆续落地，院端信息化建设需求有序释放，公司有望持续受益；受新冠肺炎疫情的推动，公司充分发挥公卫信息领域领先优势，公卫信息化业务进一步拓展。

持续建设医卫互联网与医疗物联网业务体系，业务稳步推进

医卫互联网方面：依托健康中山特许经营权，公司拓展了医院云、保险云等多业务，互联网运营模式不断完善，逐渐形成产业闭环。互联网医院客户数量持续增长，上半年公司已参与近 100 多家医院的互联网医院建设，同时还有 300 多家医院接入公司公有云互联网医院平台和区域互联网平台。医疗物联网方面：持续向医疗端转型，上半年公司上线了两家数字病房，合计已在五家医院打造了样板项目，积极抢占市场；公司智慧医疗物联网接入基础平台 V1 正式发布落地，帮助医疗机构建立完整的物联网体系。

打造温州城市健康医疗平台，中山模式持续推广升级

2020 年 10 月，公司与温州市数据管理发展集团有限公司正式签订框架协议，双方合资成立温州城市智慧健康有限公司，打造全市级的健康医疗平台。我们认为，此次“健康温州”项目可以视为中山模式的升级版，中山模式中，公司依靠特许经营权拓展了多个云平台的互联网运营业务，提供处方流转、商业保险理赔运营、支付、云护理等新业务，推动产品的闭环发展。“健康温州”项目有望参照“中山模式”，以医疗服务为基础，构建区域大健康产业生态圈，为温州人民提供多元化的健康管理服务。

投资建议与盈利预测

在电子病历、互联网医疗等政策的驱动下，国内医疗信息化行业处于高景气周期。预测公司 2020-2022 年营业收入为 18.68、23.83、30.16 亿元，归母净利润为 3.87、5.08、6.45 亿元，EPS 为 0.33、0.43、0.54 元/股。考虑到行业景气度、目前计算机（申万）指数 PE TTM 为 71.9 倍、公司未来三年营业收入和

归母净利润预期增长情况、过去三年 PE 主要运行在 35-75 倍等因素，维持公司 2020 年 60 倍的目标 PE，对应目标价为 19.80 元。考虑到目前的股价距目标价有较大的空间，上调至“买入”评级。

风险提示

新冠肺炎疫情导致下游客户预算不足，行业相关政策落地不达预期，健康城市推进不达预期，线上诊疗服务发展不及预期，行业竞争加剧等。

分析师：耿军军（执业证书：S0020519070002），联系人：陈图南

3、用友网络(600588.SH)2020 年三季报点评：负增长逐季收窄，云服务加速成长

事件：

公司于 10 月 30 日收盘后发布《2020 年第三季度报告》。前三季度，公司实现营业收入 46.19 亿元，同比下降 7.78%；实现归母净利润-0.16 亿元。

点评：

第三季度营业收入同比基本持平，前三季度收入降幅逐步收窄

前三季度，公司营业收入与归母净利润都呈现下滑态势，主要原因是：上半年受新冠疫情影响，部分企业客户采购延后或趋于谨慎减少采购，公司的一些现场实施工作被动延后。伴随着国内疫情逐步得到有效控制，公司积极抓抢市场机遇，追赶项目进度，第三季度实现营业收入 16.69 亿元和归母净利润-4120.05 万元，前三季度营业收入环比半年度降幅收窄 3.17pct。前三季度，公司投资净收益为 2318.12 万元，同比下降 90.79%，主要是公司上年同期处置随锐科技股份有限公司部分股权所致。

云转型战略推进顺利，云服务业务收入继续保持高增长

分业务来看，前三季度：1）公司云服务业务（不含金融类云服务）实现收入 13.81 亿元，同比增长 76.4%，其中，第三季度云服务业务实现收入 6.30 亿元，同比增长 102.6%。前三季度，签约金额在百万以上的合同总数同比增加 122.15%，合同总金额同比增加 133.11%。2）软件业务实现收入 23.84 亿元，同比下降 26.6%，较半年度降幅有所收窄。其中，第三季度软件业务实现收入 7.97 亿元，同比降幅收窄至 20.1%；互联网投融资信息服务业务实现收入 2.09 亿元，同比下降 60.4%，其中友金所存量的撮合交易业务余额较上半年末环比下降了 28%，存量业务清退有序推进。

企业客户数量与付费客户数量持续提升，客单价稳步提高

云服务业务（不含金融类）方面，前三季度：1）大中型企业业务：实现收入 12.29 亿元，同比增长 71.7%，其中，第三季度实现收入 5.57 亿元，同比增长 93%。2）小微企业业务：实现收入 1.52 亿元，同比增长 125.8%，其中，第三季度实现收入 7295.81 万元，同比增长 233.5%。截至三季度末，公司云服务业务的累计企业客户数为 627.32 万家，第三季度新增客户数量 30.06 万家；累计付费企业客户数为 58.10 万家，第三季度新增客户数量 1.39 万家。公司深化战略转型，坚持“云优先”策略，加速推进云服务业务发展，企业客户客单价稳步提高，续约率保持稳定。

投资建议与盈利预测

考虑到疫情对业务的影响，小幅下调公司 2020-2022 年营业收入至 92.87（下调 3.50）、110.08

（下调 3.54）、129.04（下调 3.57）亿元，同时小幅下调归母净利润至 9.45（下调 0.16）、10.76（下调 0.59）、13.05（下调 0.39）亿元，EPS 为 0.29、0.33、0.40 元/股。公司处于云化转型的关键时期，研发等费用投入较多，采用 PS 估值法较为合理。公司过去五年 PS 主要运行在 4-20 倍之间，考虑到持续推动云转型，PS 估值水平有望维持，维持公司 2020 年 18 倍的目标 PS，目标价为 51.12 元，维持“增持”评级。

风险提示

新冠肺炎疫情可能导致下游客户需求释放缓慢；云服务转型推进不及预期；互联网投融资信息服务业务政策风险；人才流失等。

分析师：耿军军（执业证书：S0020519070002），联系人：陈图南

4、山石网科(688030.SH)2020 年三季报点评：疫情影响减弱，营收增速转正

事件：

公司于 10 月 29 日晚发布《2020 年第三季度报告》。前三季度，公司实现营业收入 4.16 亿元，同比增长 0.20%；实现归母净利润-4698.19 万元。

点评：

疫情对公司经营的影响逐步减弱，毛利率有望稳步回升

前三季度，受到疫情影响，网安客户群体整体呈现需求递延趋势，部分受影响程度较大的客户群体甚至出现削减预算的情况，对行业及公司的经营活动造成一定影响。第三季度，公司实现营业收入 1.93 亿元，同比增长 3.30%，实现归母净利润 0.13 亿元，同比下降 66.89%。前三季度，公司整体毛利率为 66.48%，同比下降 8.80pct，主要原因是：1）疫情影响客户需求，为巩固市场竞争力，公司采取了相应的价格竞争战略；2）为满足客户多元化需求，公司安全集成业务比例有所增长。随着公司营收逐渐多元化，新产品和服务的市场开拓力度逐步加大，毛利率有望稳步回升。

公司持续加大市场与研发投入，规模效应有望逐步体现

前三季度，公司销售费用为 1.59 亿元，同比增长 3.58%，销售费用率为 38.23%，同比提升 1.25pct；管理费用为 3071.24 万元，同比下降 6.63%，管理费用率为 7.38%，同比下降 0.55pct；公司持续加大研发投入，研发费用达 1.54 亿元，同比增长 12.94%，研发费用率为 36.95%，同比提升 4.17pct。公司的期间费用率处于较高水平，主要原因是：1）公司处于快速发展阶段，需要持续加大研发、销售、市场营销等投入；2）公司在科技含量较高领域的投入变现需要一定时间的积累与磨合。随着公司产品线扩充、营销网络扩建的逐步落地，规模效应有望逐步体现，费用率将逐步回落。

产品线逐渐多元化，安全服务业务有望成为公司新的业绩增长点

公司目前主要收入来源为边界安全产品线，包括下一代防火墙与 IDS/IPS 等。随着公司产品线的扩充，边界安全产品占比逐年下降，2016-2019 年收入占比分别为 93.32%、91.39%、90.26%、85.80%；云安全产品线快速增长，2016-2019 年收入占比分别为 1.17%、3.51%、4.23%、5.29%。2020 年 6 月，公司正式发布山石网科安全服务，基于公司稳定的产品品质，为客户提供“贴心、安心、省心”的安全服务，有望成为公司新的业绩增长点。

投资建议与盈利预测

随着等保 2.0 等政策的落地，网络信息安全行业迎来高成长周期，公司有望在中长期的发展过程中充分受益。考虑到新冠肺炎疫情的影响，小幅下调公司 2020-2022 年营业收入至 7.95（下调 0.58）、10.15（下调 0.73）、12.63（下调 0.90）亿元，同时小幅下调归母净利润至 1.03（下调 0.12）、1.29（下调 0.18）、1.63（下调 0.24）亿元，EPS 为 0.57、0.71、0.90 元/股。目前计算机（申万）指数的 PE 为 71.9 倍，考虑到公司目前收入体量较小，未来成长空间较大，给予公司 2021 年 70 倍的目标 PE，对应目标价为 49.70 元，维持“买入”评级。

风险提示

新冠肺炎疫情影响下游客户的安全投入；等保 2.0 等政策落地低于预期；新产品研发及市场推广低于预期；行业竞争加剧，行业盈利能力下降等。

分析师：耿军军（执业证书：S0020519070002），联系人：陈图南

重点报告

半导体行业深度报告-APU 赛道分析

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001）

1、行业总览：物联网领域爆发+国产进程加速，国产 APU 厂商迎来历史发展机遇

应用处理器 APU 主要运用于智能移动及物联网领域，作为电子产品核心芯片，市场空间广阔：1）在智能移动领域，手机作为最重要的智能终端，出货量及市场规模均居全球消费电子首位，2019 年全球智能手机出货量高达 13.7 亿部；2）在物联网领域，由于碎片化特征，下游应用超过 300 种。据麦肯锡数据，在物联网的九大分类中，最大分类潜在价值的应用可高达 11.1 万亿美元，平均潜在价值 7.4 万亿美元，预计 2021 年，全球物联网设备将超过 150 亿部。二者将给 APU 带来广阔市场需求。

物联网领域高速发展，国产厂商迎历史发展机遇。我国在物联网领域拥有一定的技术优势，下游应用发展较快，渗透率高，部分领域位于世界领先水平，据艾瑞咨询，中国物联网连接量到 2025 年将增至 198.8 亿，目前正处于高速增长阶段。我们相信在半导体国产化进程加快背景下，国内 APU 厂商有望畅享行业发展及国产替代双重红利。

2、ARM：智能移动、嵌入式 IoT 时代的芯片 IP 霸主

ARM 是全球最具影响力的芯片 IP 厂商之一。ARM 与 Android 建立的 AA 生态联盟战胜了 Wintel 联盟，成为智能手机时代的霸主，目前全球 90%以上的手机 APU 都是基于 ARM 授权；

ARM 使用精简指令集，功耗较小、价格便宜，且拥有高并发处理效率，升级速度快等特点，十分适合物联网领域低功耗的要求，在 IoT 应用领域占据领先优势。2020 年，ARM 已成为全球算力输出的主力，基于 ARM 指令的处理器总算力输出达到了全球的 82%，成为半导体产业的主要驱动引擎；随着 5G 与 AIoT 等技术的发展，ARM 加速发展，至 2020 年全球基于 ARM 架构的芯片出货量超 1600 亿颗，基于 ARM 平台的软件越来越多，生态越来越丰富；据 ARM 统计，由于其成熟的生态体系，基于 ARM 架构授权的芯片设计厂商能够大大缩短其 SoC 芯片的设计时间与成本。

3、RISC-V：开源免费，先进指令集前景广阔

物联网应用兴起推动 RISC-V 发展：RISC-V 指令集是基于精简指令集原理建立的开放指令集架构（ISA），具有开源免费、精简、模块化等优点。1）RISC-V 架构预留了大量编码空间及用户指令，能够让用户自由

修改、扩展以满足其不同应用需求；2）具有模块化指令集特点，开发者可以快速选择不同组合来满足不同的应用，简洁、模块化、可扩展，能够满足AIoT万亿级市场的差异化需求，在万物智联时代，前景极其广阔。

国产半导体自主可控进程加速，RISC-V大有可为：在中美摩擦背景下，核心芯片国产化进程提速，RISC-V开源的特点有利于国产芯片实现自主可控。中国作为RISC-V阵营的中坚力量，一直致力于RISC-V生态体系建设。近年来，国产厂商相继发布多款基于RISC-V指令集的产品，包括兆易创新、全志科技、北京君正等企业。我们认为在ARM断供华为以及英伟达或将收购ARM等事件刺激下，国内RISC-V将会迎来历史发展机遇。

重要新闻

- 《广东省数字经济促进条例》征求意见稿明确，县级以上政府及有关部门应当根据实际情况重点推进建设新一代移动通信网、物联网、工业互联网、卫星互联网等通信网络基础设施，人工智能、云计算、区块链等新技术基础设施，以及数据中心、智能计算中心等算力基础设施。
- 工信部副部长王志军表示，将培育发展新动能，着力补齐高端服务器、CPU、专用芯片等短板环节，加强计算架构、算法、计算系统创新，布局量子计算等前沿领域。
- 乘联会：10月一至五周的乘用车日均零售是5.7万辆，同比增长10%，环比9月同期销量增长1%，全月总体表现较强。

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

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或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188