华泰证券 HUATAI SECURITIES

行业研究/专题研究

2019年09月02日

行业评级：

计算机软硬件　　增持（维持）

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

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

郭梁良 021-28972067
联系人 guoliangliang@htsc.com

金兴
联系人 jinxing@htsc.com

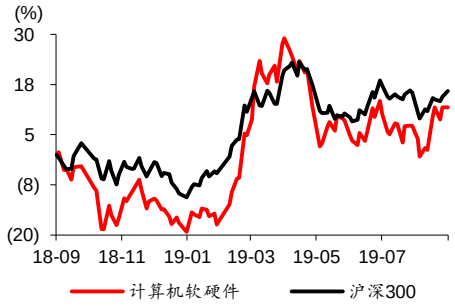
相关研究

1《创业慧康(300451 SZ,买入)：创新业务兑现，利润率全面提升》2019.08

2《计算机软硬件：人工智能：关注产品化》2019.08

3《恒生电子(600570 SH,买入)：Q2 环比提速，看好全年业绩增长》2019.08

一年内行业走势图



资料来源：Wind

趋势的落地和需求的分化

计算机行业中报总结

19H1 计算机行业：下游需求边际减弱

2019 年上半年，计算机行业的整体下游需求偏弱，19H1 计算机行业收入为增速 10.6%，增速同比回落 14.7 个百分点，扣非归母净利润增速为 1.6%，同比下降 14.1 个百分点。行业一定程度上受到宏观经济的影响。计算机行业属于后周期行业，与宏观经济有一定的相关性。但同时我们也应该注意到，计算机行业的细分领域的下游需求，有其特定的行业特点和需求属性，针对特定领域，我们需要研究其行业特定的需求逻辑。建议关注两个方向，一是产业趋势落地性较强的板块，如云计算、自主可控、5G+ AI；二是下游需求确定性较强的板块，如金融 IT、医疗 IT、信息安全。

细分领域：云计算/信息安全/自主可控边际变化明显

细分领域方面，19H1 边际变化比较大板块，主要是在云计算、信息安全、自主可控领域。云计算相关公司的云收入高速增长，体现云收入的先前指标预收款也处于加速增长状态。信息安全板块相关公司收入和净利润增速触底回升。自主可控领域的个别公司，开始出现收入端增速有所提升，利润端业绩出现改善。另一方面，医疗 IT 和金融 IT，从上半年表观业绩来看，下游需求比较稳定，边际变化不大。

分层分析：大体量公司竞争优势维持，小体量公司边际变化较大

对于大体量和小体量公司竞争力和业绩边际变化情况，也是我们研究的重点。通过 19H1 业绩表现，我们发现，大体量公司仍然保持了稳定的业绩增速，竞争优势仍然比较明显。中型公司的业绩增速明显回落，边际改善比较大的反而出现在体量比较小的样本公司。而在去年我们看到的情况是，小体量公司的业绩在出现边际明显恶化。这也说明，2019 年一些小体量公司可能会存在一定边际改善的可能性。

投资建议一：产业趋势落地性较强

（1）云计算处于加速落地状态，相关公司或将迎来财务指标改善和估值体系变化，标的包括：广联达、石基信息、用友网络、泛微网络。（2）5G 相关领域，包括应用设备和应用场景，标的：浪潮信息、宝信软件、中新赛克、中科创达、四维图新。（3）自主可控领域，标的：太极股份、中孚信息等。（4）人工智能领域，标的：科大讯飞、海康威视、千方科技等。

投资建议二：下游需求确定性较强

（1）金融 IT，在金融政策逐步边际放松大背景下，金融创新力度有望逐步加大。标的：恒生电子、东方财富、同花顺、长亮科技。（2）医疗 IT，政策奠定未来几年医疗下游需求确定性较高。标的：卫宁健康、创业慧康、久远银海、思创医慧、和仁科技等。（3）信息安全，标的：绿盟科技、深信服、启明星辰、卫士通等。

风险提示：宏观经济整体下行的风险；金融去杠杆带来的信用紧缩风险；中美贸易摩擦对于经济贸易的不确定性带来的风险。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价（元）	投资评级	EPS（元） 2018	2019E	2020E	2021E	P/E（倍） 2018	2019E	2020E	2021E
002410.SZ	广联达	36.10	增持	0.39	0.34	0.49	0.75	93	106	74	48
600570.SH	恒生电子	74.30	增持	0.8	1.12	1.49	1.9	93	66	50	39
300451.SZ	创业慧康	15.97	买入	0.29	0.42	0.59	0.76	55	38	27	21
600845.SH	宝信软件	33.16	买入	0.59	0.77	0.95	1.24	56	43	35	27
002373.SZ	千方科技	16.59	买入	0.51	0.64	0.82	1.04	33	26	20	16

资料来源：华泰证券研究所

图表目录

图表 1: 营业收入（176 个样本）.....3
图表 2: 营业成本（152 个样本）.....3
图表 3: 净利润（176 个样本）.....3
图表 4: 净利润（152 个样本）.....3
图表 5: 营业收入（计算机行业）.....4
图表 6: 营业成本（计算机行业）.....4
图表 7: 归母净利润（计算机行业）.....4
图表 8: 扣非归母净利润（计算机行业）.....4
图表 9: 毛利率和净利润率（计算机行业）.....5
图表 10: 费用率（计算机行业）.....5
图表 11: 员工薪酬（计算机行业）.....6
图表 12: 员工人数（计算机行业）.....6
图表 13: 员工平均薪酬（计算机行业）.....6
图表 14: 利润表分析.....6
图表 15: 资产负债表分析.....7
图表 16: 现金流分析.....8
图表 17: 计算机行业 19H1 分层收入利润增速分析.....9
图表 18: 收入和扣非净利增速（10 亿元以上）.....10
图表 19: 收入和扣非净利增速（5-10 亿元）.....11
图表 20: 收入和扣非净利增速（3-5 亿元）.....12
图表 21: 收入和扣非净利增速（3 亿元以下）.....12
图表 22: 营业收入（云计算）.....14
图表 23: 预收款（云计算）.....14
图表 24: 营业收入（自主可控板块）.....14
图表 25: 扣非净利润（自主可控板块）.....14
图表 26: 营业收入（证券 IT）.....15
图表 27: 扣非净利润（证券 IT）.....15
图表 28: 营业收入（银行 IT）.....15
图表 29: 扣非净利润（银行 IT）.....15
图表 30: 营业收入（信息安全）.....16
图表 31: 扣非净利润（信息安全）.....16
图表 32: 营业收入（医疗 IT）.....16
图表 33: 扣非净利润（医疗 IT）.....16
图表 34: 计算机行业历史 PE（TTM）.....17
图表 35: 计算机行业指数相对于沪深 300 历史 PE（TTM）.....17
图表 36: 计算机行业 Q2 持仓总市值达到 418.93 亿元.....18
图表 37: 19Q2 计算机持仓市值占机构重仓总市值的 4.12%.....18

样本选择

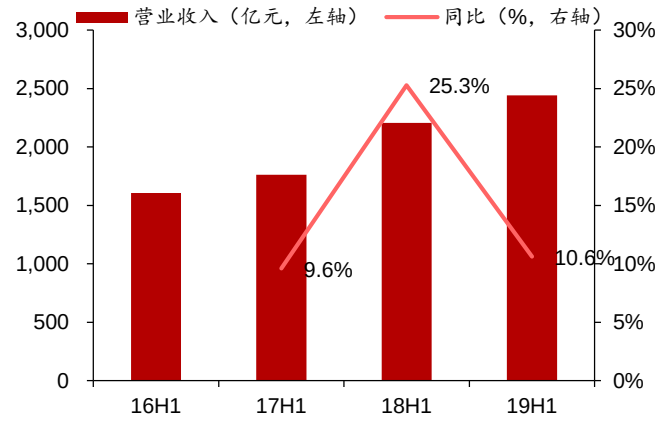
计算机行业中报已经披露完毕，为了更真实、客观地反映整个行业的实际运行情况，我们对计算机行业公司的样本进行了筛选和选择。

（1）对于样本的选择，我们兼顾了样本数量和时间跨度的平衡。时间跨度太长，部分公司缺失早期数据，导致可选择的数量太少。时间跨度太短，样本公司数量较多，但不能很好的刻画近几年的变化情况。通过对比，我们发现，176 个样本公司（2016-2019）与 156 个样本公司（2015-2019），在收入和净利润增速方面相差不大。因此，我们最终选择 176 家样本公司（16H1-19H1）。

（2）我们对计算机行业近两年通过外延收购，从非计算机行业公司进入到计算机行业的公司进行了剔除，主要是一些双主业经营的公司，比如奥马电器、顺利办、纳思达等。以及通过收购使得收入和净利润体量变化比较大的公司，比如千方科技等。

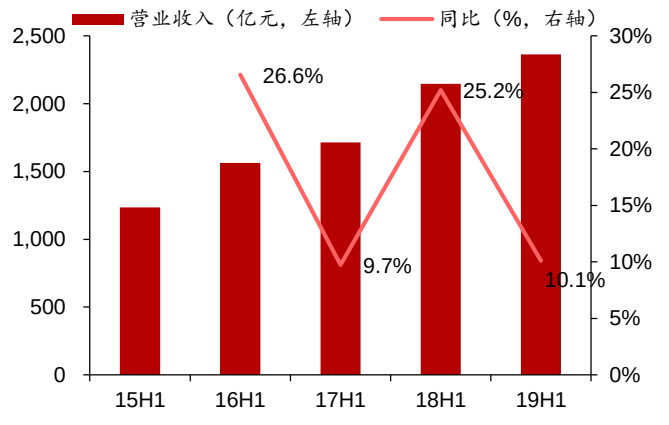
（3）我们对计算机行业公司进行了分层分析。主要目的是观察不同体量的公司，其在 19H1 的边际变化情况，是否能够反映出在目前行业竞争下，其相对竞争优势是否有扩大的可能性或者趋势。

图表1： 营业收入（176 个样本）



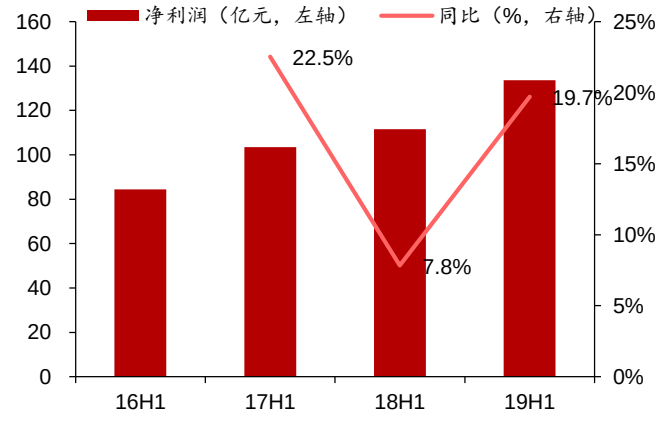
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2： 营业成本（152 个样本）



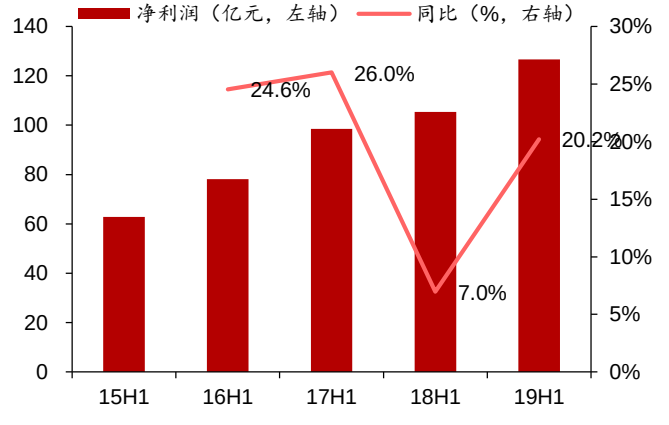
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3： 净利润（176 个样本）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4： 净利润（152 个样本）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

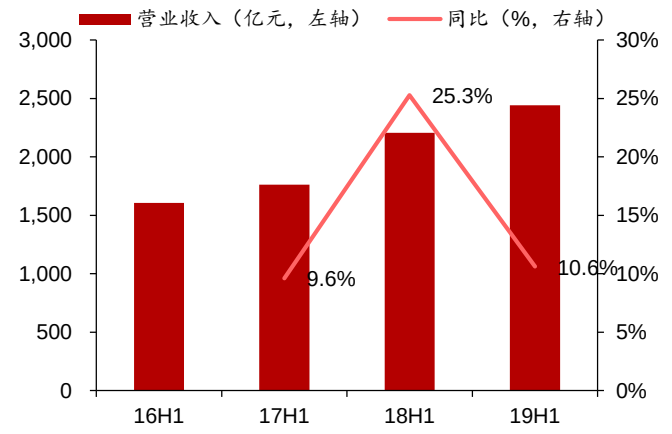
利润表分析

我们对计算机行业 176 家公司 2016-2019 年的数据进行了统计分析。

（1）19H1，计算机行业收入为增速 10.6%，增速同比回落 14.7 个百分点，体现出计算机行业下游需求有所回落。其中：1）增速下降的公司数量略有增加，从 18H1 的 36 家，到 19H1 的 39 家。2）部分公司收入下降的幅度增大，19H1 收入减少 10 亿元以上的公司有两家，18H1 收入增速下降的幅度都在 10 亿元以内。

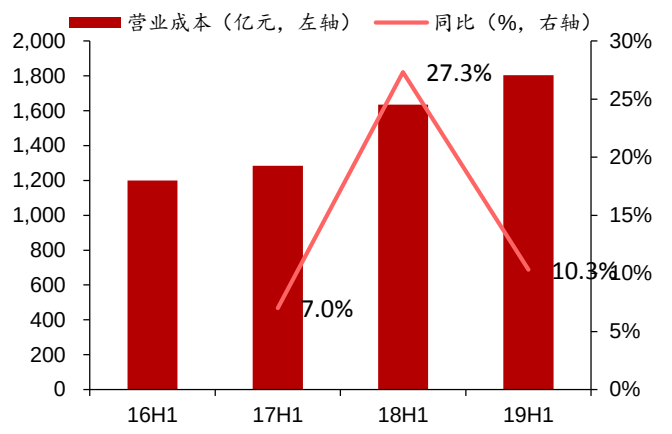
（2）19H1，计算机行业净利润增速为 19.7%，增速同比提升 11.9 个百分点。而如果我们看扣非归母净利润的话，其变化方向正好相反，19H1 计算机行业扣非归母净利润增速为 1.6%，同比下降 14.1 个百分点，行业盈利能力也有所减弱。

图表5：营业收入（计算机行业）



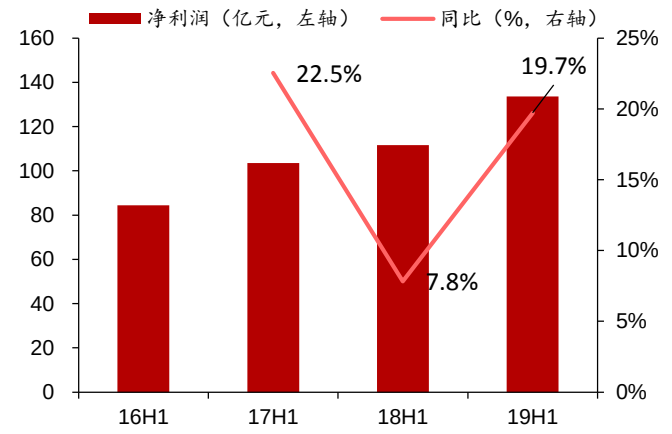
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6：营业成本（计算机行业）



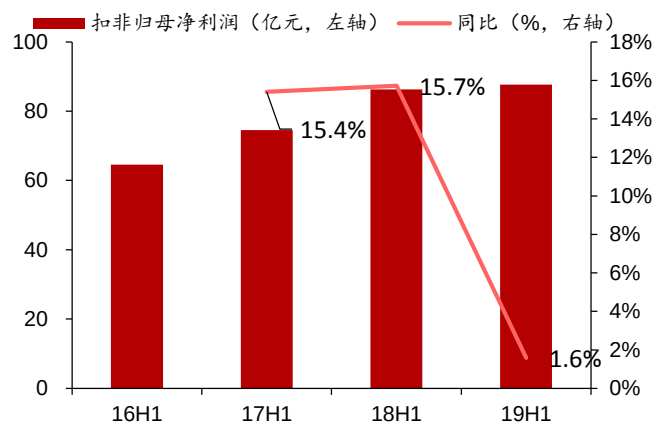
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7：归母净利润（计算机行业）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

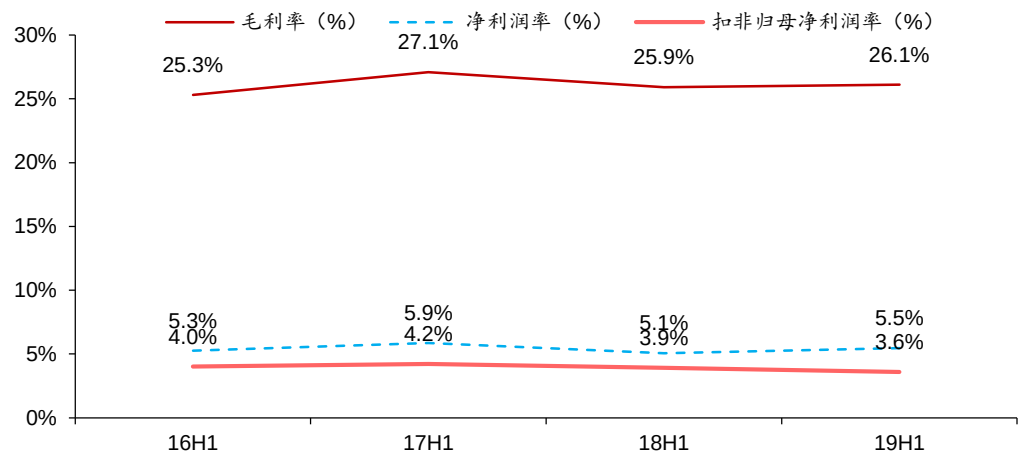
图表8：扣非归母净利润（计算机行业）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

具体盈利能力指标方面，19H1，计算机行业样本公司的毛利率为 26.1%，同比提升 0.2 个百分点。净利润率为 5.5%，同比提升 0.4 个百分点，扣非净利润率为 3.6%，同比回落 0.3 个百分点。

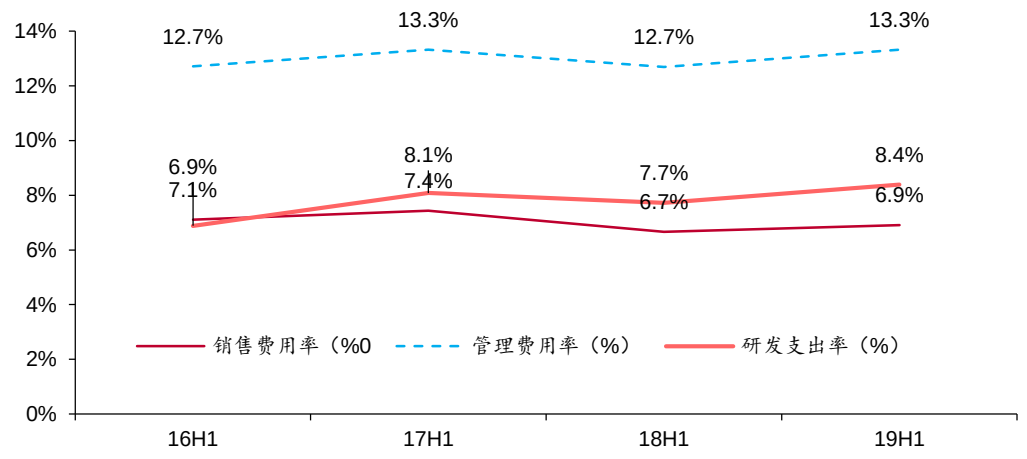
图表9： 毛利率和净利润率（计算机行业）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

19H1，计算机行业样本公司的销售费用率为 6.9%，同比增加 0.2 个百分点。管理费用率为 13.3%，同比增加 0.6 个百分点。研发支出占收入比例为 8.4%，同比增加 0.7 个百分点。研发费用的增加主要与行业员工薪酬增加有关。同时，我们看到，相关上市公司对下一代信息技术投入逐步加大，包括在云计算、人工智能、智能驾驶等领域。

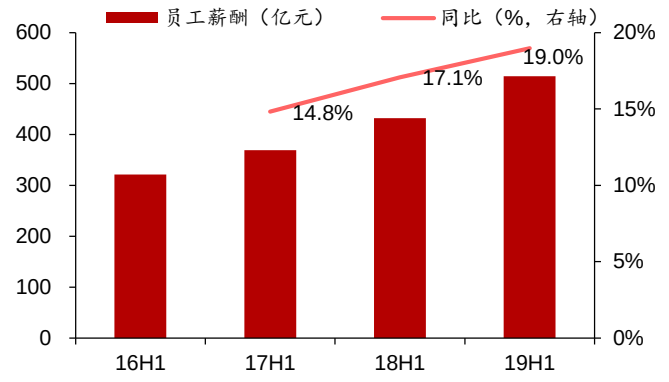
图表10： 费用率（计算机行业）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

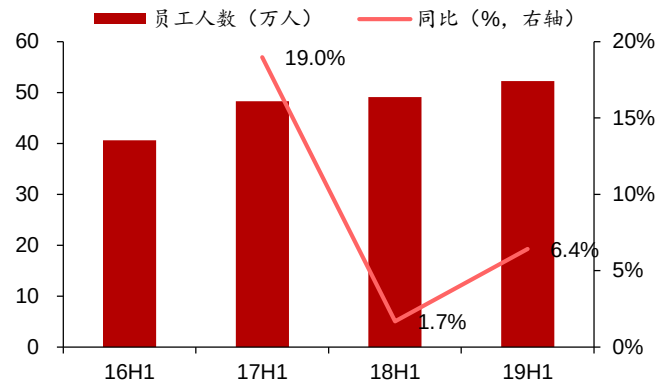
从员工薪酬来看，19H1 计算机行业样本公司员工薪酬增速为 19.0%，同比增加 1.9 个百分点。员工人数增速为 6.4%，同比增加 4.7 个百分点。如果看单个员工平均薪酬，19H1，样本公司员工平均薪酬为 9.8 万元，同比提升 11.8%。

图表11： 员工薪酬（计算机行业）



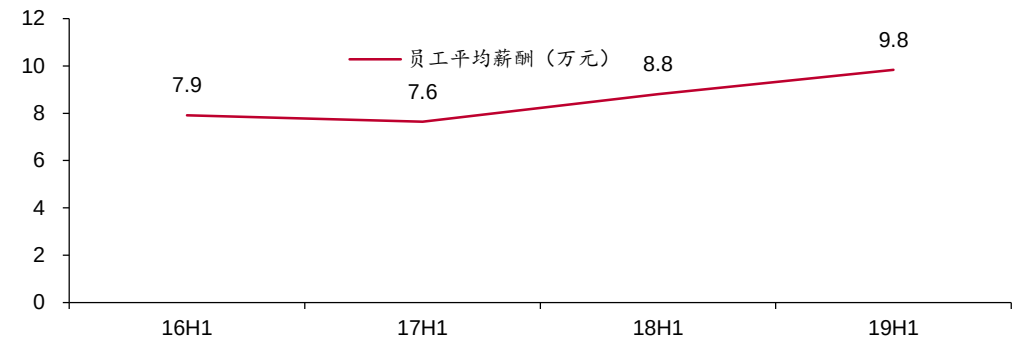
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12： 员工人数（计算机行业）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表13： 员工平均薪酬（计算机行业）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表14： 利润表分析

亿元	16H1	17H1	18H1	19H1
营业收入	1607	1761	2207	2441
营业成本	1200	1284	1635	1804
毛利	407	477	572	637
销售费用	114	131	147	168
管理费用	204	235	278	148
营业利润	78	118	141	167
营业外收入	29	16	6	3
利润总额	106	132	144	168
所得税	17	20	21	22
归母净利润	84	103	112	134
财务指标				
毛利率	25.3%	27.1%	25.9%	26.1%
销售费用率	7.1%	7.4%	6.7%	6.9%
管理费用率	12.7%	13.3%	12.6%	6.0%
营业利润率	4.8%	6.7%	6.4%	6.9%
所得税率	1.0%	1.1%	1.0%	0.9%
净利润率	5.3%	5.9%	5.1%	5.5%
营收增长率		9.6%	25.3%	10.6%
毛利增长率		17.3%	19.8%	11.5%
销售费用增长率		14.5%	12.4%	14.5%
管理费用增长率		14.9%	18.3%	-46.9%
营业利润增长率		52.3%	19.3%	18.5%
营业外收入增长率		-43.8%	-65.4%	-39.8%
净利润增长率		22.5%	7.8%	19.7%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

资产负债表分析

我们对 176 家计算机行业样本公司进行了统计，19H1 应收账款/营业收入比例为 66.8%，同比基本持平。应收账款/营业收入比例超过 100%的公司有 84 家，少于上年同期的 93 家。下游客户为政府、医院、电力、银行等行业的公司应收账款比例较大。

存货/营业收入的比例为 41.0%，回升 0.5pct，运营效率小幅下降。

开发支出/营业收入比例为 48.7%，同比下降 5.8pct，研发强度略有下降。

商誉/净利润的比例为 7.32，相比去年同期的 8.92 有明显降低。样本中 176 家公司中，19H1 商誉/净利润比例超过 20 的公司有 24 家，超过 5 小于 20 的有 39 家，净利润亏损的有 17 家。2018 年年报中，行业内多家公司对商誉减值进行了计提，推动了整个行业商誉的降低。由于半年报不会对商誉进行减值测试，需要等年报时，观察相关资产是否需要计提减值。

图表15：资产负债表分析

亿元	16H1	17H1	18H1	19H1
营业收入	1607	1761	2207	2441
归母净利润	84	103	112	134
货币资金	1086	1157	1179	1300
应收账款	1050	1175	1474	1631
存货	678	719	894	1002
应付职工薪酬	57	63	75	86
开发支出	36	49	61	65
商誉	645	914	995	978
预收账款	251	282	316	373
比率（%）				
应收账款/营业收入	65.3%	66.7%	66.8%	66.8%
存货/营业收入	42.2%	40.8%	40.5%	41.0%
预收账款/营业收入	15.6%	16.0%	14.3%	15.3%
货币资金/营业收入	67.6%	65.7%	53.4%	53.3%
应付职工薪酬/营业收入	3.6%	3.6%	3.4%	3.5%
开发支出/净利润	42.8%	47.2%	54.5%	48.7%
商誉/净利润	7.63	8.84	8.92	7.32

资料来源：Wind、华泰证券研究所

现金流量表分析

我们对 176 家计算机行业样本公司进行统计，19H1 计算机行业公司销售商品、提供劳务获得的现金之和为 2628 亿元，同比增长 15.0%。

经营性净现金流有所好转。19H1 净流出 308 亿元，现金流出同比减少 15.0%。在 176 家样本公司中，19H1 经营性净现金流为正的公司有 38 家，为负的有 138 家。由于计算机行业公司业务回款和收入确认多发生在四季度，该指标参考价值有限。

投资性净现金流由 18H1 的-148 亿元缩减到 19H1 的-63 亿元，净流出幅度缩减。这表明行业内公司对外投资强度减弱，扩张更为审慎。

融资性现金流同比减少 90.5%。表明上半年行业融资金额减少，主要与增发政策趋严有关，定增数量减少。启明星辰等公司发行可转债募资，浪潮信息拟通过配股募资，募资手段较为多元化。

图表16： 现金流分析

亿元	16H1	17H1	18H1	19H1
销售商品，提供劳务获得的现金	1655	1819	2221	2554
经营性现金流	(193)	(286)	(364)	(308)
投资性现金流	(445)	(304)	(148)	(63)
融资性现金流	576	215	128	12
（%）				
销售商品，提供劳务获得的现金变化		9.9%	22.1%	15.0%
经营性现金流变化		-47.6%	-27.4%	15.5%
投资性现金流变化		31.7%	51.4%	57.6%
融资性现金流变化		-62.7%	-40.3%	-90.5%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

分层分析

为了分析计算机行业公司不同体量企业，其相对竞争力变化以及业绩的边际变化，我们对样本公司进行了分层分析。

分层标准：2019H1 收入体量

分层样本：176 家样本公司

分层类型：10 亿元以上，5-10 亿元，3-5 亿元，3 亿元以下四组样本

通过不同体量的公司样本，我们可以看出，无论是从收入还是扣非净利润角度，小体量的公司边际变化相对较大，大体量样本组整体向好边际变化不大。特别是处于中间层的 5-10 亿元之间的公司样本，收入和扣非净利润的增速都出现了一定的降低。

图表17： 计算机行业 19H1 分层收入利润增速分析

指标	样本	17H1	18H1	19H1
收入增速	10 亿元以上	7.80%	28.30%	11.30%
	5-10 亿元	22.00%	18.70%	3.90%
	3-5 亿元	15.40%	15.70%	12.00%
	3 亿元以下	3.20%	5.90%	11.60%
扣非净利增速	10 亿元以上	29.30%	21.40%	8.10%
	5-10 亿元	0.20%	5.90%	-19.30%
	3-5 亿元	-21.10%	22.20%	-4.80%
	3 亿元以下	10.10%	-7.50%	1.80%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

如果我们细看这其中的细节变化情况：

1）10 亿元以上的样本组收入增速之所在 19H1 有所下降，主要还是来自于浪潮信息、紫光股份收入增速的变化。

2）5-10 亿元之间的样本，收入和扣非净利增速都出现了一定的降低。下滑比较明显的额公司包括：新北洋、飞利信、东方网力等。

3）3-5 亿元以及 3 亿元以下的样本公司，是以上四类分组样本中收入增速最快的两个。当然这其中可能包括基数相对较小的原因。特别 3 亿元以下的样本公司，其扣非净利润增速出现了反转，是四组样本中边际变化最大的。主要原因是部分公司下游需求回暖比较明显或者继续加速，包括：佳发教育、博思软件、今天国际等。

图表18： 收入和扣非净利增速（10 亿元以上）

	收入			扣非净利润		
证券简称	19Q1	19Q2	19H1	19Q1	19Q2	19H1
天泽信息	29%	385%	242%	-284%	-3877%	1969%
新国都	151%	15%	54%	-1313%	74%	231%
博彦科技	41%	36%	38%	20%	78%	52%
华宇软件	36%	39%	38%	20%	24%	23%
二三四五	197%	-43%	37%	107%	-52%	5%
中科曙光	53%	22%	35%	36%	47%	44%
中国软件	78%	10%	35%	-11%	-7%	-9%
天源迪科	102%	-14%	35%	150%	15%	22%
深信服	22%	41%	32%	-274%	14%	-85%
科大讯飞	40%	25%	32%	11%	-85%	57%
神州数码	38%	19%	28%	24%	17%	20%
广联达	37%	23%	28%	-7%	-85%	-54%
千方科技	27%	23%	25%	118%	10%	37%
广电运通	24%	25%	25%	11%	11%	11%
汉得信息	32%	15%	22%	11%	2%	6%
英飞拓	46%	1%	21%	-313%	-215%	-173%
南天信息	18%	23%	21%	-15%	316%	-25%
石基信息	32%	12%	21%	11%	5%	7%
常山北明	15%	17%	16%	-25%	67%	-26%
东华软件	17%	13%	15%	18%	8%	12%
万达信息	23%	9%	13%	280%	-69%	-34%
浪潮信息	27%	3%	12%	42%	29%	32%
海联金汇	25%	1%	12%	34%	-133%	-48%
恒生电子	11%	12%	12%	5%	16%	15%
宝信软件	33%	-3%	12%	43%	50%	47%
太极股份	9%	14%	12%	-20%	-38%	-22%
用友网络	17%	7%	10%	-51%	48%	155%
苏州科达	21%	0%	10%	36%	-182%	-92%
四维图新	15%	5%	9%	-37%	-67%	-54%
易华录	23%	-2%	9%	51%	19%	31%
久其软件	25%	-3%	9%	-955%	-152%	-223%
华胜天成	37%	-10%	7%	1097%	105%	7426%
润和软件	-10%	29%	7%	15%	-1%	7%
华东电脑	14%	0%	6%	5%	29%	17%
云赛智联	17%	-3%	6%	-24%	-5%	-11%
东软集团	8%	3%	5%	-308%	-107%	-150%
中国长城	0%	9%	5%	-460%	-649%	-869%
纳思达	2%	5%	3%	-439%	-40%	-26%
紫光股份	21%	-14%	2%	12%	-3%	2%
新大陆	5%	-2%	1%	8%	33%	18%
银江股份	16%	-12%	1%	10%	65%	33%
浙大网新	11%	-8%	0%	5%	-75%	-45%
神州信息	-2%	1%	-1%	19%	47%	38%
三六零	-2%	-2%	-2%	38%	5%	16%
佳都科技	26%	-24%	-5%	11%	-95%	-62%
南洋股份	7%	-13%	-6%	275%	-101%	1121%
金证股份	20%	-27%	-7%	196%	95%	-91%
新智认知	11%	-20%	-8%	-811%	-60%	-33%
旋极信息	-11%	-22%	-17%	-40%	-62%	-50%
德赛西威	-28%	-13%	-21%	-89%	-72%	-82%
航天信息	-2%	-35%	-24%	-48%	-36%	-39%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表19： 收入和扣非净利增速（5-10 亿元）

	收入			扣非净利润		
	19Q1	19Q2	19H1	19Q1	19Q2	19H1
朗新科技	12%	1444%	675%	5%	-61%	-39%
顺利办	157%	116%	135%	168%	23%	107%
科大国创	156%	109%	128%	-405%	190%	445%
思维列控	151%	32%	99%	233%	30%	149%
立思辰	82%	49%	64%	63%	-111%	-161%
先进数通	248%	4%	48%	-98%	6%	33%
航天长峰	58%	28%	37%	16%	-279%	926%
数字政通	50%	25%	34%	31%	10%	14%
创意信息	3%	54%	30%	8%	40%	22%
皖通科技	4%	56%	28%	-30%	125%	67%
中科创达	19%	35%	27%	32%	25%	29%
泛微网络	31%	23%	26%	-1%	28%	16%
绿盟科技	16%	31%	25%	9%	-69%	-40%
同花顺	20%	26%	24%	48%	43%	45%
中海达	12%	30%	23%	-27%	-50%	-40%
卫宁健康	20%	24%	22%	54%	-3%	15%
美亚柏科	34%	13%	21%	-809%	-61%	-139%
金财互联	41%	4%	20%	17%	-11%	-2%
长亮科技	24%	17%	20%	134%	-215%	37%
赛为智能	38%	7%	20%	67%	-58%	-2%
启明星辰	19%	19%	19%	-23%	-543%	-97%
创业慧康	26%	8%	17%	59%	56%	58%
超图软件	-8%	34%	16%	-61%	29%	0%
蓝盾股份	-19%	66%	14%	2%	-17%	-9%
东方国信	23%	4%	12%	60%	-54%	-22%
银信科技	32%	-6%	10%	-7%	11%	6%
远光软件	17%	2%	9%	37%	6%	8%
鼎捷软件	-4%	16%	7%	1346%	65%	18%
中远海科	9%	3%	6%	5%	43%	21%
卫士通	14%	-2%	2%	-8%	-80%	-26%
中科金财	17%	-7%	2%	-4275%	-109%	-244%
高伟达	9%	-4%	2%	265%	34%	57%
神州泰岳	-8%	8%	0%	156%	8%	55%
信雅达	-12%	-1%	-7%	-854%	76%	217%
达实智能	10%	-23%	-11%	-61%	7%	-16%
启明信息	21%	-33%	-12%	-1377%	-40%	-16%
证通电子	-12%	-14%	-13%	296%	-31%	-83%
新北洋	3%	-31%	-15%	-16%	-63%	-42%
银之杰	-9%	-20%	-15%	52%	-148%	1452%
东方网力	-1%	-51%	-32%	-67%	-170%	-123%
飞利信	-36%	-45%	-41%	-85%	-67%	-77%
合众思壮	-66%	-75%	-72%	-168%	-104%	-124%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表20：收入和扣非净利增速（3-5 亿元）

	收入			扣非净利润		
	19Q1	19Q2	19H1	19Q1	19Q2	19H1
新晨科技	151%	117%	132%	-5%	-2%	2%
南威软件	97%	61%	68%	-3%	38%	75%
今天国际	151%	-4%	68%	69%	-39%	38%
万集科技	56%	44%	48%	-4%	-116%	-52%
华力创通	97%	14%	44%	-210%	-33%	279%
捷顺科技	41%	38%	38%	-35%	0%	33%
雄帝科技	63%	20%	35%	-323%	-5%	31%
万兴科技	34%	37%	35%	1%	36%	14%
赛意信息	33%	33%	33%	-144%	-33%	-72%
浪潮软件	19%	34%	26%	-89%	-549%	-232%
中新赛克	8%	35%	26%	-406%	30%	12%
金桥信息	39%	17%	24%	1146%	65%	74%
拓尔思	29%	16%	22%	-283%	17%	44%
数据港	27%	15%	20%	2%	-7%	-2%
新开普	24%	11%	17%	-121%	51%	-91%
汉王科技	19%	16%	17%	-191%	-75%	-130%
赢时胜	6%	26%	17%	-12%	20%	9%
久远银海	4%	23%	15%	122%	42%	54%
朗科科技	1%	28%	14%	2%	55%	23%
多伦科技	16%	3%	10%	6%	-7%	0%
丝路视觉	38%	-2%	9%	-23%	-18%	76%
三泰控股	14%	5%	9%	-48%	-39%	-45%
安居宝	39%	-6%	7%	-144%	20%	65%
辰安科技	72%	-31%	5%	-80%	-275%	-249%
彩讯股份	15%	-5%	4%	4%	-26%	-13%
恒华科技	-33%	10%	-5%	-8%	29%	24%
榕基软件	-8%	-8%	-8%	-36%	-661%	-99%
飞天诚信	25%	-29%	-10%	13%	-106%	-138%
真视通	-9%	-12%	-11%	-94%	-31%	-55%
任子行	-3%	-26%	-17%	-381%	17%	-31%
汇金股份	-13%	-37%	-28%	462%	744%	684%
数码科技	15%	-71%	-38%	7%	-95%	-7%
恒银金融	-48%	-37%	-44%	-151%	-403%	-199%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表21：收入和扣非净利增速（3 亿元以下）

	收入			扣非净利润		
	19Q1	19Q2	19H1	19Q1	19Q2	19H1
湘邮科技	216%	37%	116%	-133%	-354%	243%
海联讯	147%	94%	108%	-138%	8198%	-259%
博思软件	106%	86%	93%	81%	-37%	71%
网达软件	86%	98%	92%	-210%	-197%	-206%
佳发教育	88%	75%	78%	113%	92%	95%
京天利	64%	78%	71%	91068%	793%	2468%
华虹计通	50%	81%	67%	-144%	-107%	-108%
迪威迅	40%	85%	66%	-165%	-85%	-99%
东方通	50%	77%	62%	358%	-1010%	6767%
中孚信息	69%	57%	62%	10%	-541%	-50%
初灵信息	70%	45%	57%	503%	1%	51%
北信源	27%	70%	51%	-137%	43%	82%
汇纳科技	77%	27%	43%	-429%	3%	134%
正元智慧	47%	38%	41%	-77%	8%	-421%
华铭智能	-10%	91%	35%	-10%	485%	54%
顶点软件	62%	24%	34%	-130%	-2%	14%
荣科科技	44%	24%	32%	49%	-156%	502%
科蓝软件	54%	20%	32%	-17%	38%	5%
淳中科技	-1%	67%	31%	-32%	106%	30%

	收入			扣非净利润		
和仁科技	32%	26%	28%	188%	31%	58%
数字认证	35%	16%	24%	19%	3%	7%
诚迈科技	10%	34%	22%	2%	119%	-54%
信息发展	26%	22%	22%	12%	3%	36%
华平股份	-17%	84%	22%	28%	-239%	-113%
思特奇	23%	21%	22%	-22%	-9%	-55%
世纪瑞尔	92%	-11%	21%	-132%	-4617%	-51%
科创信息	17%	23%	21%	9%	-175%	-8%
浩云科技	15%	26%	19%	42%	16%	32%
麦迪科技	13%	23%	19%	-34%	-28%	-22%
川大智胜	12%	21%	17%	12%	15%	14%
汉鼎宇佑	8%	25%	15%	-50%	-280%	-155%
恒锋信息	25%	10%	15%	209%	22%	41%
辉煌科技	12%	10%	11%	163%	72%	81%
安硕信息	-4%	23%	11%	52%	26%	36%
中科信息	-17%	35%	10%	970%	-31%	-49%
康拓红外	23%	-1%	9%	1%	18%	8%
恒为科技	9%	3%	6%	20%	5%	11%
汇金科技	3%	8%	5%	40%	126%	59%
格尔软件	3%	8%	5%	368%	-9%	-134%
大智慧	5%	4%	4%	51%	18%	-14%
易联众	19%	-4%	4%	13%	-114%	-9%
兆日科技	2%	3%	3%	-54%	47%	1%
神思电子	1%	4%	3%	-157%	54%	-28%
朗玛信息	9%	-3%	3%	-10%	-7%	-9%
方直科技	6%	-19%	1%	43%	-13%	225%
四方精创	3%	-2%	1%	7%	-3%	2%
同为股份	-15%	14%	1%	-10%	2675%	-139%
运达科技	-16%	12%	0%	-77%	-3%	-10%
天玑科技	2%	-2%	-1%	31%	-4%	5%
雷柏科技	-7%	-9%	-8%	-165%	-206%	-199%
聚龙股份	-37%	43%	-9%	201%	11%	52%
海量数据	3%	-22%	-12%	4%	-32%	-21%
浩丰科技	-31%	9%	-13%	-76%	-50%	-63%
维宏股份	-5%	-27%	-18%	-21%	-220%	-173%
汉邦高科	35%	-46%	-27%	66%	-100%	-304%
熙菱信息	-64%	-9%	-28%	69%	-86%	-27%
中威电子	29%	-68%	-30%	118%	-2778%	-133%
天津磁卡	-48%	-25%	-35%	61%	48%	54%
天夏智慧	-19%	-64%	-37%	-34%	-83%	-48%
同有科技	-56%	-21%	-38%	-161%	154%	-72%
佳创视讯	-64%	-32%	-54%	-725%	-11%	188%
御银股份	-70%	-50%	-61%	-192%	87%	-738%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

细分领域分析

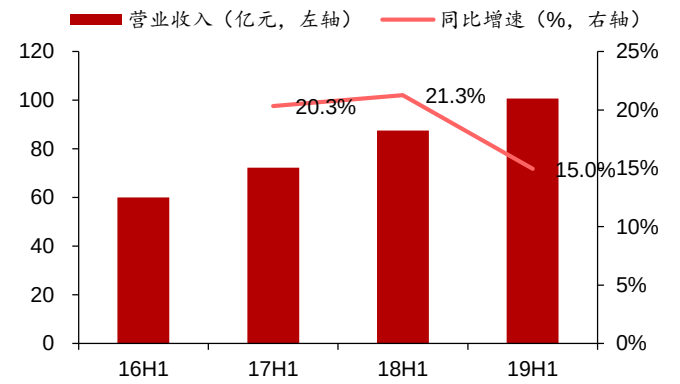
为了对计算机各细分领域的下游需求进行分析，我们将计算机行业中有板块效应的几个细分领域进行了分析统计。来对比分析个主要分析领域 19H1 的增速变化情况。

（1）云计算

19H1，云计算领域相关公司的云收入增速较快。我们通过下图的预收款可以看出，预收款处于加速状态，表明云业务加快落地。同时，我们看到，云计算板块收入增速有所回落，主要是像用友、鼎捷等通用性软件公司，受到宏观经济方面的一些影响。

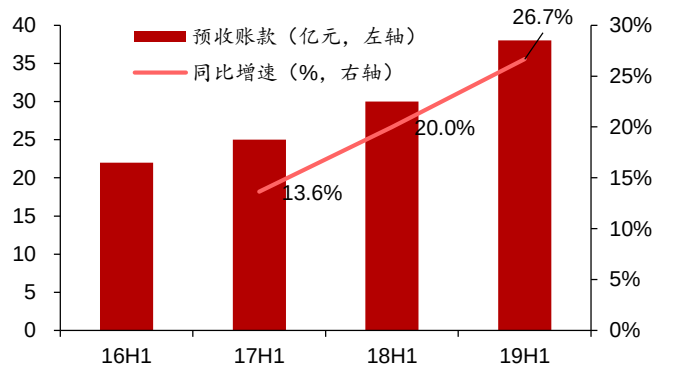
我们在关注云收入本身快速增长的同时，我们更应该关注云转型公司，其收入端是否有长期的驱动因素。

图表22： 营业收入（云计算）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表23： 预收款（云计算）



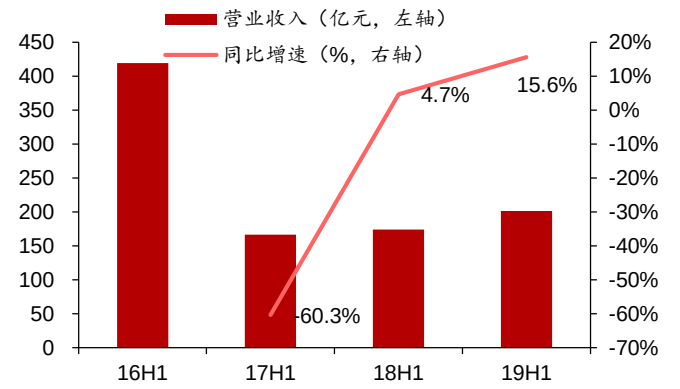
资料来源：Wind，华泰证券研究所

（2）自主可控

19H1 自主可控板块，收入端保持了一定增长，增速与去年相比有所提升；扣非净利润增速提升明显。如果仔细研究样本公司，我们会发现，19H1 扣非净利润的改善主要来自于中国长城、华胜天成和中科曙光净利润的增长。同时，中国软件、华东电脑的净利润也有所改善。

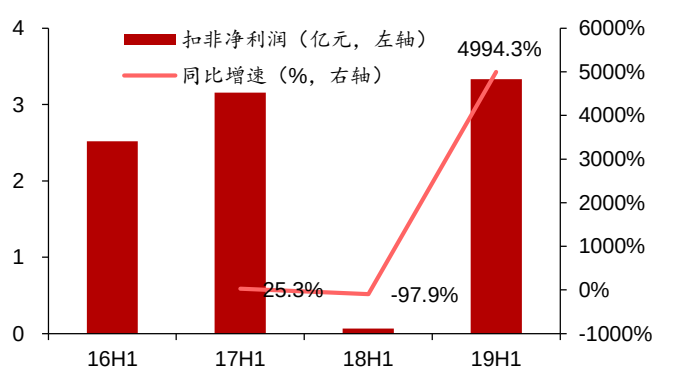
自主可控板块，是 19H1 边际变化比较大的一个板块。在内部和外部环境下，政府机关和企业有望逐步加快对国产品牌产品的采购和使用。这个过程中，我们可以从 IT 基础架构和生态的角度来跟踪和判断相关落地情况。

图表24： 营业收入（自主可控板块）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表25： 扣非净利润（自主可控板块）

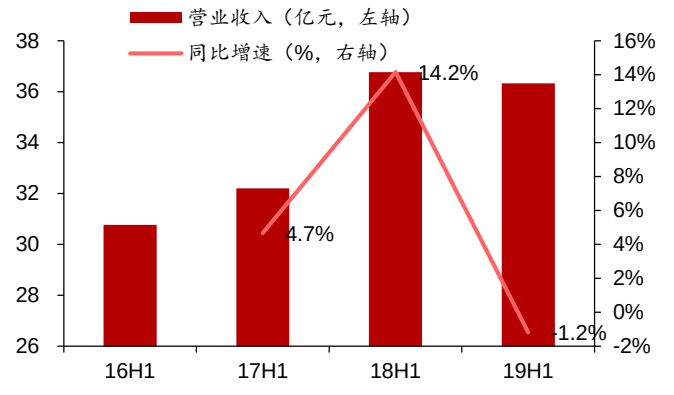


资料来源：Wind，华泰证券研究所

（3）证券 IT

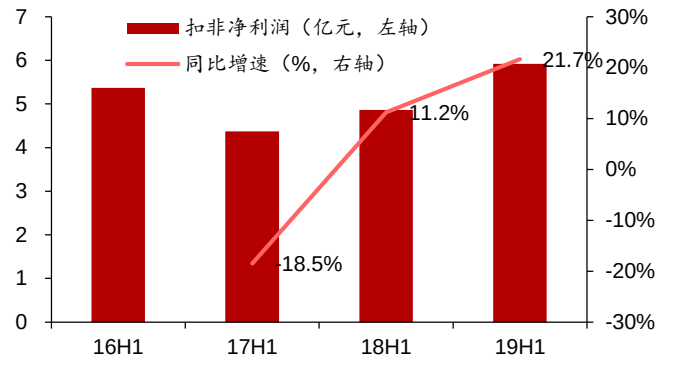
19H1 证券 IT 板块营收下滑 1.2%，扣非净利润增长明显，同比增长 21.7%。我们认为科创板的推出为证券 IT 板块公司创造增量需求带来行业景气度提升，但科创板系统上线集中在 6 月底 7 月初，部分项目的结算和收入确认在中报中还没有体现。

图表26： 营业收入（证券 IT）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表27： 扣非净利润（证券 IT）

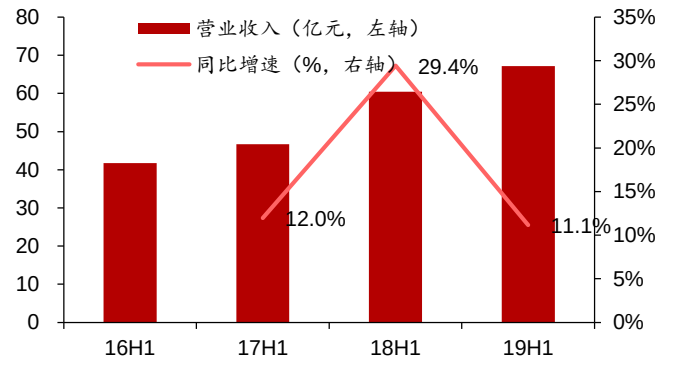


资料来源：Wind，华泰证券研究所

（4）银行 IT

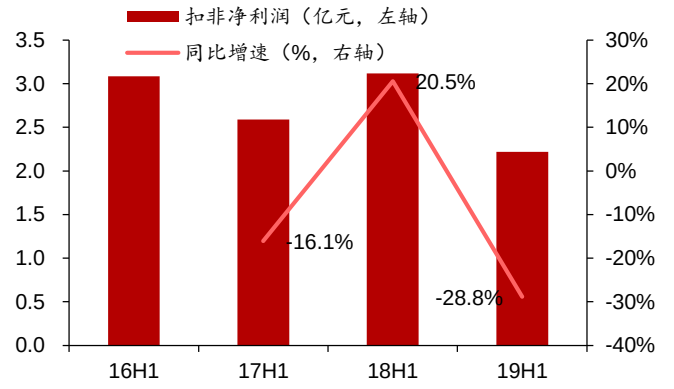
19H1，银行 IT 板块整体业绩增速有所回落。从板块内部来看，分化逐步明显，具备核心软件产品系统的公司，其竞争优势逐步扩大，不具备核心产品优势的公司，其下游需求面临一定压力。另外，从海外银行 IT 公司发展来看，依靠核心优势产品，拓展海外市场，是该领域公司突破自身成长瓶颈的主要方式。对于国内金融 IT 公司出海，我们认为，一方面需要公司本身具备核心产品竞争力，另一方面，金融体制的的标准化和差异化，也是决定公司出海是否成功的主要因素。

图表28： 营业收入（银行 IT）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表29： 扣非净利润（银行 IT）

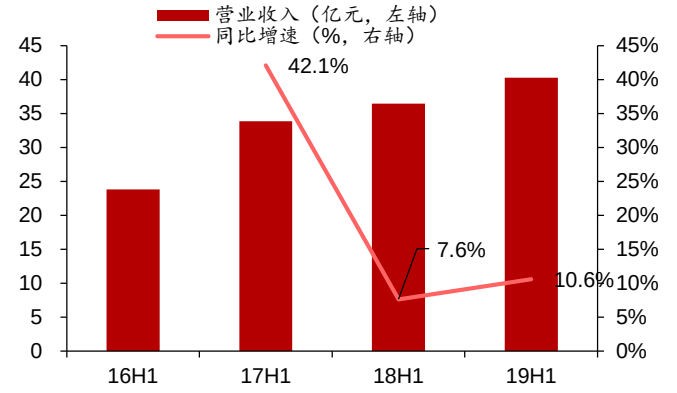


资料来源：Wind，华泰证券研究所

（5）信息安全

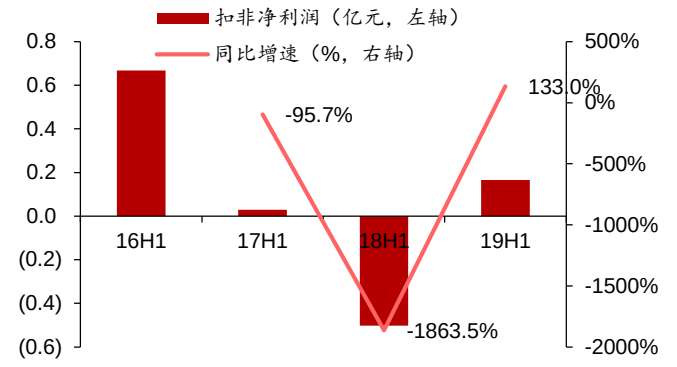
19H1，信息安全板块业绩增速出现触底反弹，行业下游需求有所回暖。信息安全领域呈现出一定的板块效应。信息安全从传统需求特点来看，主要来自于政策驱动和事件驱动。需求的主题也大多来自于政府机关和大型企业。另外，值得关注的是，信息安全行业市场竞争格局的变化。巨头的加入，为给行业未来发展带来格局演变的不确定性。

图表30： 营业收入（信息安全）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表31： 扣非净利润（信息安全）

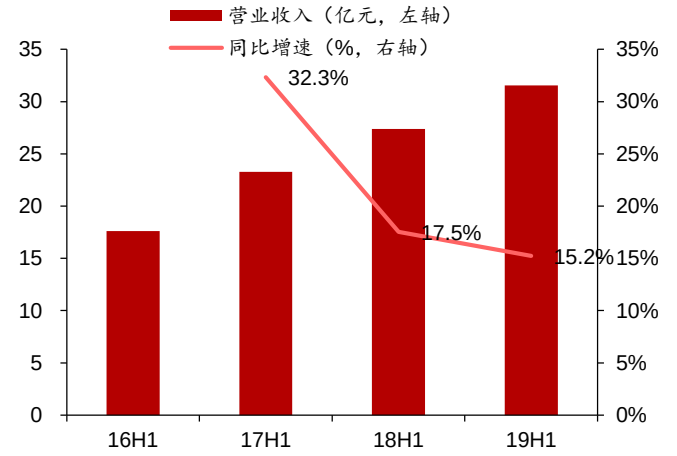


资料来源：Wind，华泰证券研究所

（6）医疗 IT

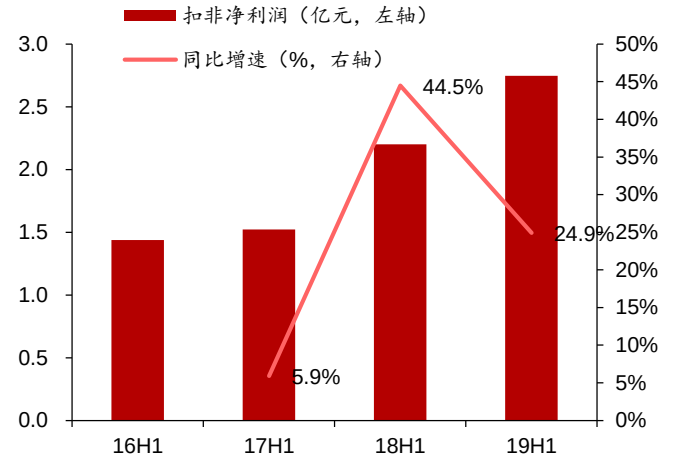
医疗 IT 板块上半年收入增长 15.2%，扣非净利润增长 24.9%。医疗 IT 板块电子病历政策催化剂出台于 2018 年 8 月，推动行业景气度提升，但目前的业绩还未完全体现。根据医院预算制采购特点，今年上半年才普遍开始根据政策要求和建设计划进行信息化采购，订单于上半年开始释放，医疗 IT 订单执行周期一般为 9 个月左右。因此，从订单到业绩的滞后性导致中报收入增速对于政策影响的反映不充分，我们预计这种情况会在年报时有所好转。

图表32： 营业收入（医疗 IT）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表33： 扣非净利润（医疗 IT）

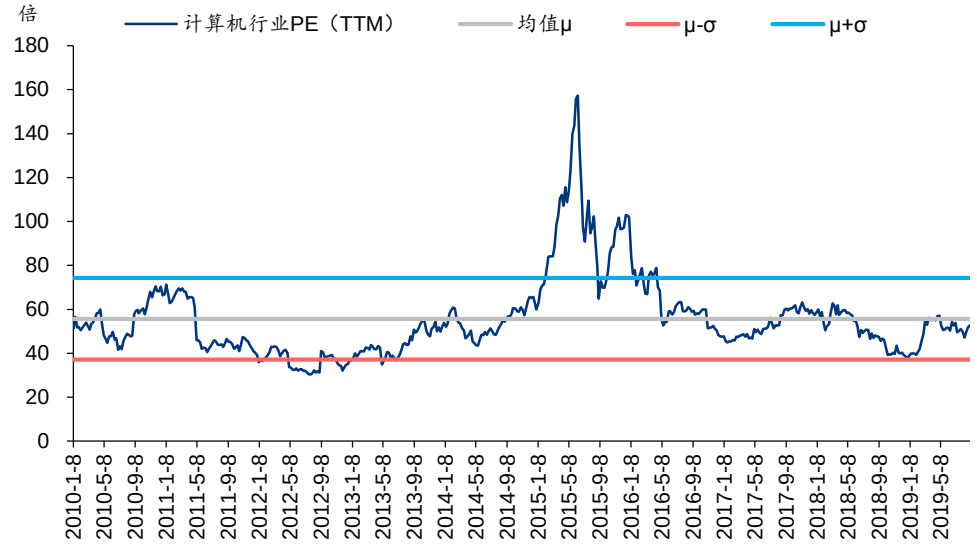


资料来源：Wind，华泰证券研究所

估值和持仓

估值：2019 年 8 月 30 日计算机行业市盈率（TTM）为 52.7 倍，2010 年以来历史均值为 55.7 倍，现在依然位于历史均值之下。从相对行业来看，2019 年 8 月 30 日，计算机行业相对于沪深 300 的相对 PE（TTM）为 4.4 倍，2010 年以来历史均值为 4.5 倍，目前相对估值同样处于历史均值之下。

图表34： 计算机行业历史 PE（TTM）



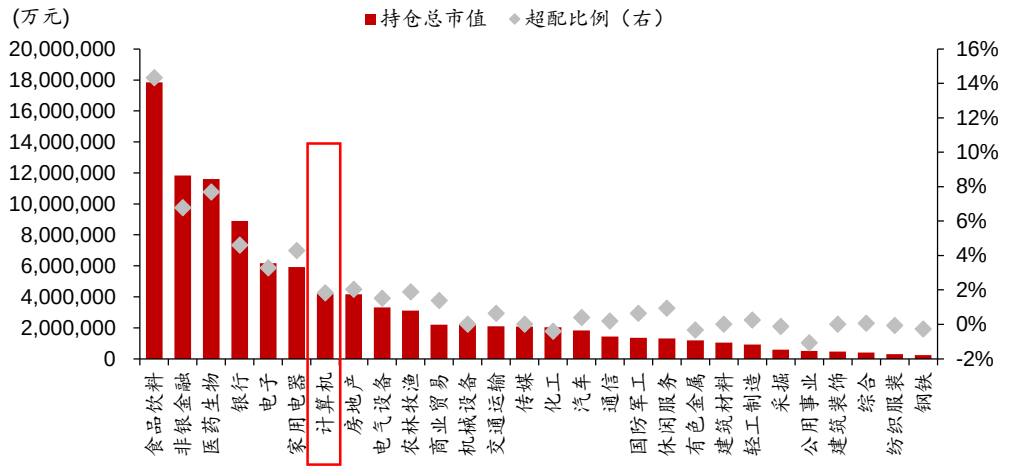
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表35： 计算机行业指数相对于沪深 300 历史 PE（TTM）

资料来源：Wind、华泰证券研究所

持仓情况：我们将开放式股票型基金、混合型基金纳入统计范围，对其季度重仓股汇总信息进行分析。同时，选取计算机申万一级行业作为样本。二季度计算机行业基金持仓总市值达到 418.93 亿元，在申万一级行业中处于第七名，持仓市值较 19Q1 减少 59.96 亿元，环比降低 12.52%。

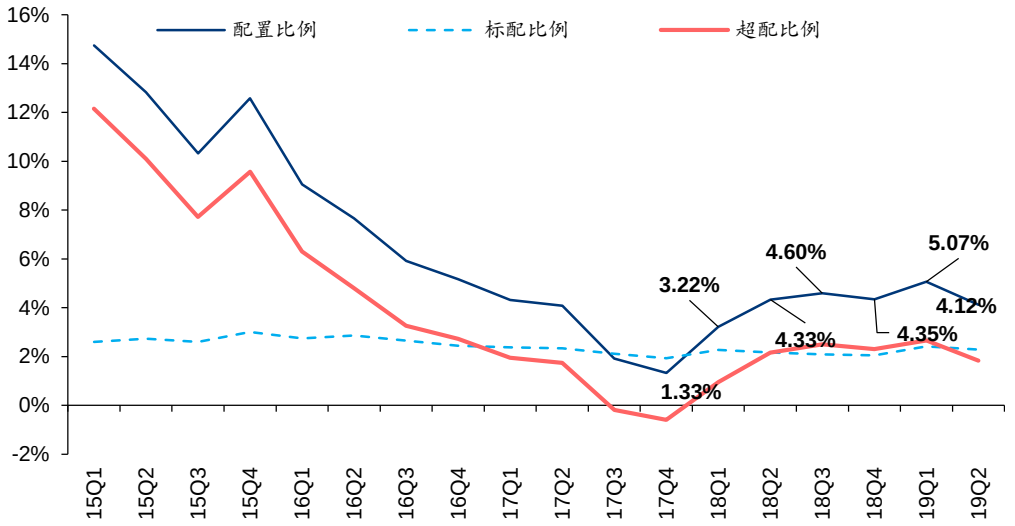
图表36： 计算机行业 Q2 持仓总市值达到 418.93 亿元



资料来源：华泰证券研究所

行业持仓比例方面，19Q2 计算机持仓市值占机构重仓股总市值的 4.12%，环比下降 0.95pct；超配比例 1.83%，环比下降 0.83pct。2019Q2 计算机（申万）指数下跌 10.57%，在 28 个行业中跌幅第 8（跌幅最大为轻工制造 14.11%），对配置比例的回落造成了一定影响。

图表37： 19Q2 计算机持仓市值占机构重仓总市值的 4.12%



资料来源：Wind、华泰证券研究所

总结

通过以上的分析，我们认为：

1、2019 年上半年，计算机行业的整体下游需求偏弱。这在一定程度上，受到宏观经济的一些影响。计算机行业属于后周期行业，与宏观经济有一定的相关性。但同时我们也应该注意到，计算机行业的细分领域的下游需求，有其特定的行业特点和需求属性，针对特定领域，我们需要研究其行业特定的需求逻辑。

2、细分领域方面，19H1 边际变化比较大板块，主要是在云计算、信息安全、自主可控领域。云计算相关公司的云收入高速增长，体现云收入的先前指标预收款也处于加速增长状态。信息安全板块相关公司收入和净利润增速触底回升。自主可控领域的个别公司，开始出现收入端增速有所提升，利润端业绩出现改善。另一方面，医疗 IT 和金融 IT，从上半年表观业绩来看，下游需求比较大稳定，边际变化不是很大。

3、分层分析。对于大体量和小体量公司竞争力和业绩边际变化情况，也是我们研究的重点。通过 19H1 业绩表现，我们发现，大体量公司仍然保持了稳定的业绩增速，竞争优势仍然比较明显。中型公司的业绩增速回落有些明显，边际改善比较大的反而出现在体量比较小的样本公司。而在去年我们看到的情况是，小体量公司的业绩在出现边际明显恶化。这也说明，2019 年一些小体量公司可能会存在一定边际改善的可能性。

4、计算机行业的现金流一直不是很好，这主要是与行业内的上市公司基本主要是是 2B 和 2G 的公司，产品竞争力一般，议价能力的较弱。因此，我们看到应收款/营业收入指标一直维持在 66%左右的较高水平。同时，经营性现金流净额与净利润的存在较大的不匹配。从 19H1 边际变化来看，以上问题有些改善，预收款和经营性现金流都有所向好变化。

5、投资建议。

一、产业趋势落地性较强。

（1）云计算处于加速落地状态，相关公司或将指标变化和估值体系变化，标的包括：广联达、石基信息、用友网络、泛微网络。

（2）5G 相关领域，包括应用设备和应用场景，标的：浪潮信息、宝信软件、中新赛克、中科创达、四维图新。

（3）自主可控领域，标的包括：太极股份、中孚信息等。

（4）人工智能领域，标的包括：科大讯飞、海康威视、千方科技等。

二、下游需求确定性较强

（1）金融 IT，在金融政策逐步边际放松大背景下，金融创新力度有望逐步加大，下游需求有望逐步释放。相关标的：恒生电子、东方财富、同花顺、长亮科技。

（2）医疗 IT，政策奠定未来几年医疗下游需求确定性较强。相关标的：卫宁健康、创业慧康、久远银海、思创医慧、和仁科技等。

（3）信息安全，相关标的包括：绿盟科技、深信服、启明星辰、卫士通等。

风险提示

1）宏观经济整体下行的风险，宏观经济整体下行影响计算机软硬件行业下游需求；

2）金融去杠杆带来的信用紧缩风险，金融去杠杆和信用紧缩将提升行业融资成本，影响经验效率和利润率；

3）中美贸易摩擦不确定性带来的风险，中美贸易摩擦或导致核心零部件进口和产品出口，影响行业发展。

华泰证券 HUATAI SECURITIES

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“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。

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。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。

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。

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任何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力。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。

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。
全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 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；

一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

一报告发布日后的 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；

一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 25 83389999 /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 10 63211166/传真：86 10 63211275

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