长城证券 GREAT WALL SECURITIES
证券研究报告

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2018 年 09 月 04 日

于无声处听惊雷

——计算机行业 2018 年中报总结

分析师

周伟佳 CFA, ACCA 0755-83516551

Email:zhouwj@cgws.com

从业证书编号:S1070514110001

联系人：

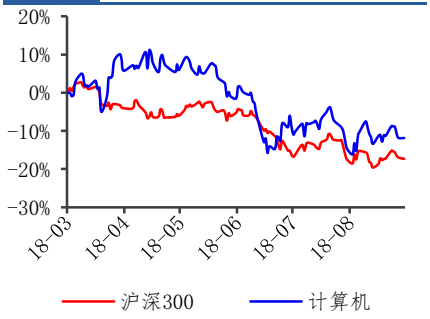
杨烨 MBA, CFA Level III CANDIDATE

0755-83558957

Email:yangye@cgws.com

从业证书编号:S1070116060041

行业表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<因事而谋，顺势而为——计算机行业 2018 年中期投资策略报告>>2018-06-27

<<业绩分化明显，机构持仓反弹，关注“真成长”——计算机行业 2017 年年报&2018 年一季报总结>>2018-05-06

<<行业三季报延续增速下滑态势，关注“真成长”投资机会——计算机行业三季报总结>> 2017-11-02

<<行业中报增速下滑，并购、内生承压——计算机行业 2017 年中报总结>> 2017-09-08

重点推荐公司盈利预测

股票名称	EPS		PE	
	18E	19E	18E	19E
新 北 洋	0.62	0.83	25.5	19.0
中国长城	0.44	0.58	14.6	11.1
浩云科技	0.37	0.61	26.7	16.1
天源迪科	0.58	0.77	23.2	17.5
中新赛克	1.96	2.97	49.6	32.9
恒为科技	0.70	0.91	32.7	25.0
赢时胜	0.37	0.52	38.8	27.9
创业软件	0.44	0.54	37.9	30.9

资料来源：长城证券研究所

核心观点

■ **核心观点：**2018 年，在中美贸易战升级、去杠杆监管政策以及汇率继续走弱等外部因素的影响下，计算机行业整体虽有所下跌，但是表现出明显的抗跌性。2018 年前 8 个月计算机行业的涨幅位于 28 个申万一级行业的第 2 名，仅下跌 9.75%。目前计算机整体基本面表现可圈可点，不少上市公司 2018 年中报的盈利情况持续快速增长或边际改善，自主可控、云计算、网络可视化、零售技术、金融 IT 等多个细分行业具有极高的成长性，计算机行业获得公募基金青睐，无论是基金的持仓占比还是持仓基金数都呈现明显的提升趋势。我们建议顺应行业发展趋势，继续关注计算机行业投资机会，把握具有行业景气度向好，业绩增长确定性高的核心标的！重点推荐自主可控、网络可视化、零售技术、金融 IT 以及医疗信息化五大高增长板块及其龙头公司**中国长城**（000066）、**中新赛克**（002912）、**新北洋**（002376）、**赢时胜**（300377）、**创业软件**（300451），以及软件行业重点推荐首家阿里云企业服务铂金级合作伙伴**天源迪科**（300047），转型跨行业智慧物联网平台商，智慧社矫管理平台销售大超市场预期的金融安防龙头**浩云科技**（300448），受益网络可视化行业增长、国产自主可控未来成长可期的**恒为科技**（603496）。

■ **要点：**

✓ **2018 年前 8 个月市场表现亮眼，整体估值合理，概念板块分化严重，积极关注活跃强势股。**2018 年前 8 个月，计算机（申万）行业指数下跌 9.75%，在 28 个申万一级行业中排名第 2。当前行业 PE、PB、PS 等多个指标均位于历史中位数下方，整体估值合理。主要计算机概念指数大部分收跌，仅去 IOE 指数实现正收益（+2.54%），而排名垫底的虚拟现实指数跌幅超过 30%，概念板块分化严重，去 IOE 概念板块连续两年表现强势。30 家公司在 8 月份相对计算机（申万）指数出现了超额收益，其中 5 家公司为

公募基金的 2018H1 二十大重仓股，未来值得关注。

- ✓ **行业整体 ROE 下滑，软件开发 ROE 强势回升。**2018H1，计算机行业（申万）的 ROE 为 2.63%，相比 2017H1 出现明显下滑，而软件开发行业 ROE 同比大幅提升 0.96 个百分点。杜邦分解表明，ROE 指标的明显下滑主要源于销售净利率的下降，同时 PB-ROE 指标显示行业整体投资价值同比提升。

- ✓ **毛利率承压，管理和销售费用整体可控，财务费用压力增大。**2018H1，计算机行业（申万）毛利率达到 26.40%，相比 2017H1 出现明显的下滑。销售费用率基本持平，管理费用率小幅下降，但是财务费用金额从 2017H1 的 15.26 亿元大幅增加至 2018H1 的 24.51 亿元，且行业财务费用率自 2016H1 的低点 0.20%连续两年大幅攀升，企业融资成本明显增加，财务压力增大。

- ✓ **股东减持压力增加，公司回购积极性提升。**2018 年前 8 个月，计算机行业（申万）共有 141 家公司的股东（含员工持股计划）出现了增减持行为，其中 47 家公司增持公司股票，合计净减持约 57.4 亿元，减持金额同比提高；同时有 55 家公司认可公司自身价值，发起股票回购，高于 2017 年同期的 39 家，回购积极性提升。

- ✓ **基金持仓回升，抱团现象明显，二十大重仓股范围小幅变动。**截至 2018H1，公募基金持有计算机行业（申万）的总市值约为 863.99 亿元，比 2018Q1 猛增 511.13 亿元，刷新近 8 个季度占全市场所有股票型、混合型基金总资产净值的比例最大值和占计算机行业流通市值的比例这两项指标，公募基金对行业的关注度大幅提升，计算机行业的公募基金持仓市值占其净资产的比例 3.21%依然低于计算机行业的流通市值占全市场流通市值的比重 3.89%，目前计算机行业依然处于低配状态，未来存在继续增持空间。此外，基金对行业优质标的抱团现象明显，覆盖广度明显提升，二十大重仓股相对 2018Q1 变化范围不大，基金对计算机行业的投资策略和风格体现出良好的延续性。

- ✓ **质押风险下降，未来解禁压力集中，两融资金增配计算机。**无限售质押比重继续下滑，风险相对可控。行业未来的解禁压力集中在 2019 年 5 月，少数公司的解禁比例较大，未来需密切关注其股价承压能力。行业的两融余额跟随市场持续下滑，但是依然相对增配计算机行业。

- ✓ **盈利质量有所下降，外延式并购活跃性减弱，行业整体商誉风险可控，部分公司商誉占净资产比例较高，并购标的业绩出现下滑。**行业整体净利润逐步提升，但是经营性现金流持续走低，超过 4 成公司的预收账款出现下滑，且行业整体预收账款占营业收入的比例明显回落，行业整体盈利质量有所下降；同时，商誉增速放缓，同比仅增长 13.97%，增速大幅低于去年同期 30.23%的增速，上市公司外延式并购活跃性降低，商誉占净资产比例的下降与营业利润对商誉的覆盖率的提升意味着商誉的相对风险正在降低，但是依然有 14 家公司的商誉占净资产比例超过 50%，其中部分并购标的业绩出现下滑，对应的商誉减值风险需引起特别关注。

- ■ **风险提示：**宏观经济下滑风险；行业增长低于预期；成本和费用大幅提升；

行业多项政策的推动低于预期；新兴技术落地应用低于预期；商誉集中减值。

目录

1. 行业上半年表现亮眼，营收利润续快速增长，强势活跃股值得关注 7
1.1 计算机上半年表现亮眼，软件开发仅跌 4.87% 7
1.2 收入增速超过利润增速，利润质量有待提高 8
1.3 全行业成交量跟随市场下滑，积极关注活跃强势股 12
2. 行业整体 ROE 下滑，销售净利率走低是主因，但行业投资价值提升 15
2.1 行业整体 ROE 连续下滑，软件开发 ROE 相对强劲 15
2.2 销售净利率走弱是 ROE 下滑主因 15
2.3 PB-ROE 分析法揭示行业整体投资机会提升 16
3. 毛利率承压，管理和销售费用可控，财务费用压力增大 18
4. 经营性现金流走低，盈利质量有所下滑，运营效率边际改善 19
5. 商誉增速放缓，外延式收购活跃性降低 21
6. 股东减持压力增加，上市公司回购积极性提升 25
6.1 股东减持压力有所上升 25
6.2 上市公司回购积极性提升 26
6.3 行业员工持股计划金额靠前 27
7. 基金逐步青睐，抱团现象明显 28
7.1 基金持仓回升，有望继续增持 28
7.2 基金抱团现象明显，二十大重仓股范围变动较小 29
8. 质押风险下降，解禁压力集中，两融资金增配计算机 30
8.1 无限售质押比重下滑，风险相对可控 30
8.2 未来解禁压力集中，少数公司解禁比例大 30
8.3 两融余额跟随市场下滑，相对增配计算机 31
9. 概念分化严重，去 IOE 热点持续 33
10. 行业估值位于历史中位数下方，整体估值合理 36
10.1 市盈率（PE）相对较高，市场寄予厚望 36
10.2 市净率（PB）、市销率（PS）持续走低，靠近历史底部区域 37
11. 把握行业景气度向好，未来增长确定性高的核心标的 39
11.1 新北洋（002376）——业绩增速逐季上升，推出智能零售终端新爆款 40
11.2 中国长城（000066）——军改拖累中报业绩，自助可控硬件龙头崛起在即 41
11.3 浩云科技（300448）——物联网战略加速推进，泛安防布局引爆成长 43
11.4 天源迪科（300047）——软件收入爆发，云业务加速成长 44
11.5 中新赛克（002912）——研发与市场齐发力，业绩可持续高增长 46
11.6 恒为科技（603496）——业绩超预期，网络可视化业务高速增长 47
11.7 创业软件（300451）——传统、创新业务齐发展，医疗信息化赛道加速前进 48
11.8 赢时胜（300377）——《资管新规》如沐春风，Fintech 助力转型 49

图表目录

图 1：计算机（申万）行业指数与几大重要股指的走势图（2017.12.29 至 2018.8.31）...7
图 2：28 个申万一级行业指数涨幅排名（2017.12.29 至 2018.8.31）.....7
图 3：计算机（申万）一级行业与二级行业涨幅对比（2017.12.29 至 2018.8.31）.....8
图 4：计算机行业（申万）营业收入及可比增速（2013H1-2018H1）.....8
图 5：计算机行业（申万）归母净利润及扣非后归母净利润（2013H1-2018H1）.....9
图 6：计算机行业（申万）行业归母净利润、扣非后归母净利润可比增速（2014H1-2018H1）（2013H1-2018H1）.....9
图 7：计算机行业（申万）公司业绩预告实现情况（2018H1）.....10
图 8：计算机行业（申万）收入、归母净利润及扣非后归母净利润同比增速比例分布（2018H1）.....10
图 9：计算机行业（申万）营业外收入及其他收益对行业利润的贡献（2014H1-2018H1）.....11
图 10：计算机行业（申万）预收账款及其可比增速（2014H1-2018H1）.....12
图 11：计算机行业（申万）预收账款相关数据（2014H1-2018H1）.....12
图 12：计算机行业（申万）月度成交金额及月度换手率数据（2014.01-2018.08，单位：亿元）.....13
图 13：计算机（申万）行业及二级行业的 ROE 指标（2014H1-2018H1）.....15
图 14：计算机（申万）行业 ROE 及其杜邦分解（2014H1-2018H1）.....16
图 15：计算机（申万）行业 PB-ROE 指标分布（2017H1-2018H1）.....16
图 16：计算机（申万）行业及二级行业的毛利率数据（2014H1-2018H1）.....18
图 17：计算机（申万）行业三大费率数据（2014H1-2018H1）.....18
图 18：计算机（申万）行业的盈利现金比率（2014H1-2018H1）.....19
图 19：计算机（申万）行业及二级行业的第二季度经营性现金流数据（2017-2018）..19
图 20：计算机（申万）行业及二级行业的经营性现金流数据（2014H1-2018H1）.....20
图 21：计算机（申万）行业的运营指标（2014H1-2018H1）.....20
图 22：计算机（申万）行业商誉及其可比增速（2014H1-2018H1）.....21
图 23：计算机（申万）行业商誉与净资产比值、营业利润对商誉的覆盖率（2014H1-2018H1）.....23
图 24：申万一级行业商誉与净资产比值排名（2018.8.31）.....24
图 25：计算机（申万）行业股东增减持数据（2017 年前 8 个月-2018 年前 8 个月）....25
图 26：申万一级行业股东增减持金额（2018 年前 8 个月）.....25
图 27：计算机行业（申万）股东回购金额和回购公司数量（2017/2018 年前 8 个月）.26
图 28：申万一级行业股东回购金额（2018 年前 8 个月）.....26
图 29：计算机行业（申万）员工持股计划涉及金额（2018 年前 8 个月，单位：万元）.....27
图 30：计算机行业（申万）公募基金持仓占比数据（2016Q3-2018H1）.....28
图 31：申万一级行业无限售质押市值（2018.8.31）.....30
图 32：申万一级行业无限售质押市值占流通市值比例（2018.8.31）.....30
图 33：计算机行业（申万）未来解禁截至月度分布图（2018.9-2019.12）.....31
图 34：计算机行业公司的解禁股数/流通股数的比值与上市公司数量的分布图（2019 年底前）.....31
图 35：计算机行业（申万）与全市场融资融券净额（2016.09-2018.08）.....32

图 36：计算机行业（申万）融资融券净额占全市场比例等数据（2016.09-2018.08）....32
图 37：计算机概念板块涨幅排名（2017.12.31-2018.08.31）....34
图 38：计算机行业（申万）历史整体市盈率 PE（TTM）（2010.01-2018.08，周频）....36
图 39：28 个申万一级行业的市盈率 PE（TTM）中位数排名（2018H1）....36
图 40：计算机行业（申万）历史整体市净率 PB（2010.01-2018.08，周频）....37
图 41：28 个申万一级行业的市净率 PB 中位数排名（2018H1）....37
图 42：计算机行业（申万）历史整体市销率 PS（2014.01-2018.08，周频）....38
图 43：28 个申万一级行业的市销率 PS 中位数排名（2018H1）....38

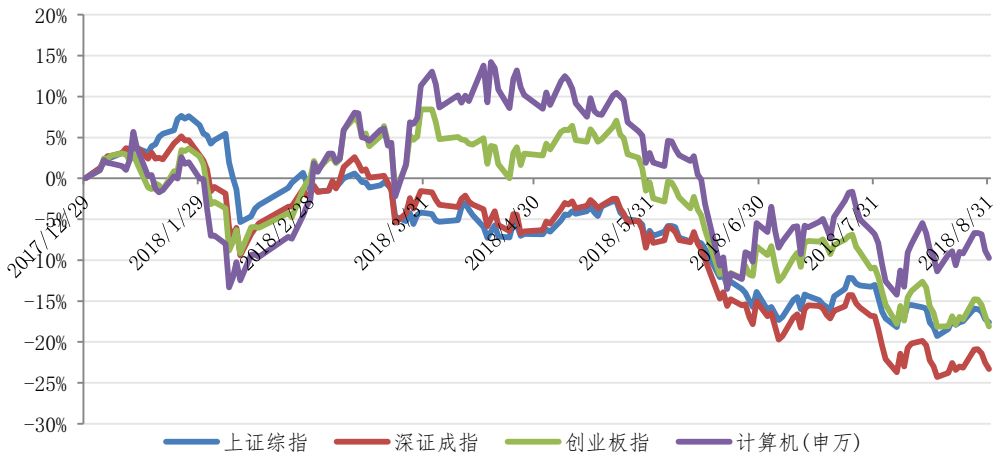
表 1：计算机行业（申万）业绩超出或者低于预告的公司一览表（2018H1）....10
表 2：计算机行业（申万）成交活跃且月度涨幅超越行业指数的标的清单（2018 年 8 月）....13
表 3：PB-ROE 指标四象限划分规则....16
表 4：计算机行业（申万）商誉占净资产超过 50%的公司一览表（2018H1）....22
表 5：计算机行业（申万）商誉占净资产超过 50%的公司的并购标的业绩完成数据一览表（2018H1）....22
表 6：基金持有的计算机行业（申万）前二十大重仓股（2018Q1-2018H1）....29
表 7：计算机概念板块市场表现一览（2018 年 1 月 1 日至 8 月 31 日）....33
表 8：去 IOE 概念板块市场表现一览（2017 年 1 月 1 日至 2018 年 8 月 31 日）....33
表 9：虚拟现实概念板块的计算机行业公司的市场表现一览（2017.1.1-2018.8.31）....34
表 10：重点推荐标的盈利预测一览（截至 2018 年 8 月 31 日收盘）....40

1. 行业上半年表现亮眼，营收利润续快速增长，强势活跃股值得关注

1.1 计算机 2018 年表现亮眼，软件开发仅跌 4.87%

计算机行业 2018 年表现亮眼。2018 年前 8 个月，A 股市场走势整体疲软，几大主要股指纷纷收跌。截止 2018 年 8 月 31 日，计算机（申万）行业指数相比 2017 年底下跌 9.75%，跑赢上证综指、深证成指、创业板指分别为 7.85 个百分点、13.58 个百分点、8.37 个百分点。

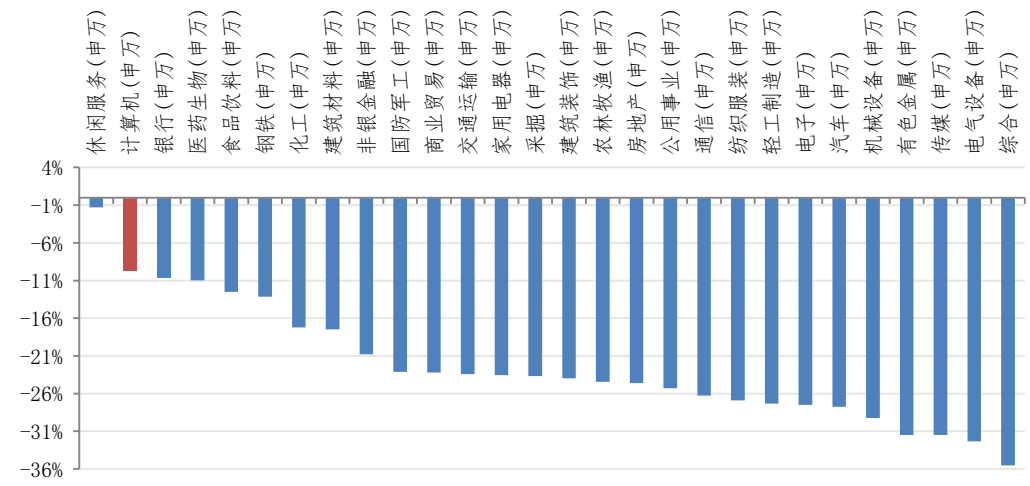
图 1：计算机（申万）行业指数与几大重要股指的走势图（2017.12.29 至 2018.8.31）



资料来源：Wind，长城证券研究所

28 个申万一级行业指数前 8 个月全部收跌，计算机指数表现相对强势。横向比较 28 个申万一级行业在 2018 年前 8 个月的涨幅，计算机行业依然相对强势，涨幅位于第 2 名，为-9.75%，仅次于申万休闲服务行业。

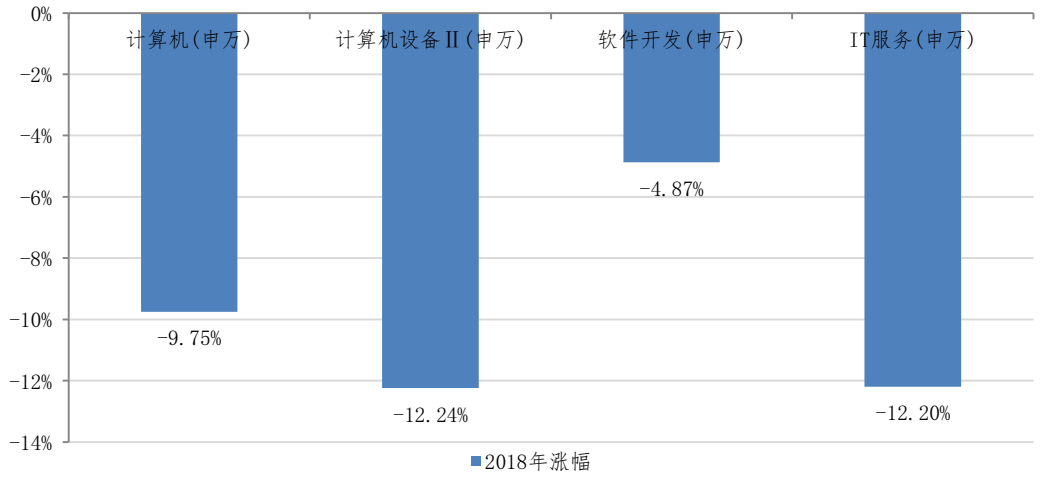
图 2：28 个申万一级行业指数涨幅排名（2017.12.29 至 2018.8.31）



资料来源：Wind，长城证券研究所

软件开发子行业仅跌 4.87%。继续比较计算机（申万）一级行业下的 3 个二级行业指数：计算机设备、软件开发、IT 服务，其中软件开发在 2018 年前 8 个月的市场表现最佳，仅下跌 4.87%，计算机设备与 IT 服务的跌幅基本持平，分别下跌 12.24%和 12.20%。

图 3：计算机（申万）一级行业与二级行业涨幅对比（2017.12.29 至 2018.8.31）

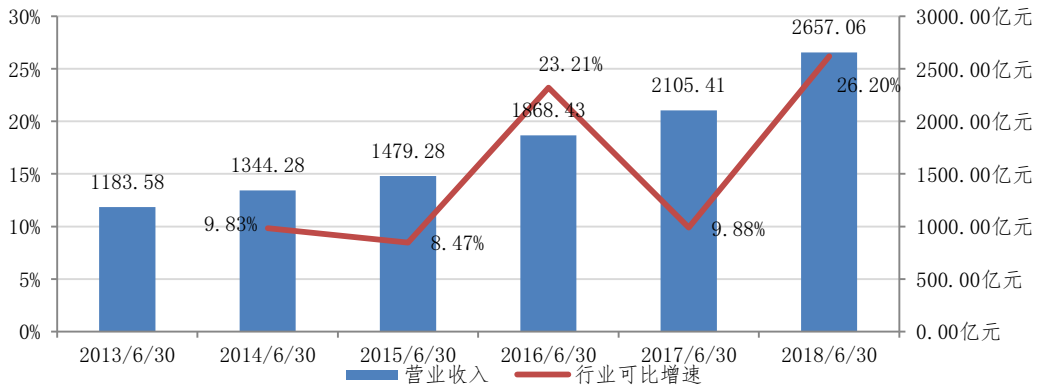


资料来源：Wind，长城证券研究所

1.2 收入增速超过利润增速，利润质量有待提高

同比增速的统计方法。截止 2018 年 8 月 31 日，计算机（申万）一级行业共有相关股票 204 个，剔除云赛 B 股（900901）和宝信 B（900926）共 202 只股票。我们提取这 202 只股票从 2013 年至 2018 年中报的营业收入数据，求和得到行业当期的收入总和。考虑到部分公司近年刚登陆资本市场，为消除这类公司在初始公布数据年份对当年行业数据的影响，我们在计算当期的同比增速时，把当期有收入数据但是上一期无收入数据的标的的当期收入从当期行业收入之和中剔除，以及把上期有收入数据但当期无数据的标的的上期收入从上期收入之和中剔除（极个别标的，如 603881 数据港 2015 年中报无收入数据，但 2014 年有中报收入数据），本文后续涉及行业同比增速的计算方式均同理参照这一方式，不再赘述。

图 4：计算机行业（申万）营业收入及可比增速（2013H1-2018H1）



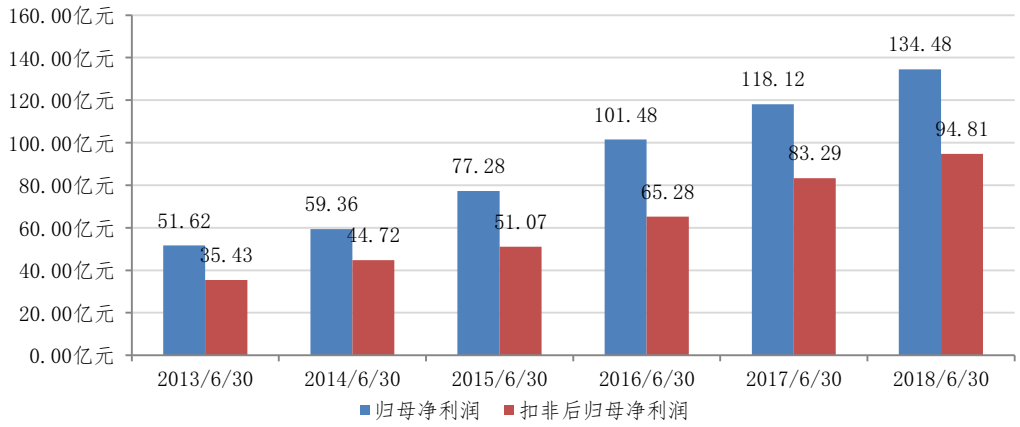
资料来源：Wind，长城证券研究所

行业营收增长强劲有力。2018H1，计算机行业（申万）共实现营业收入 2657.06 亿元，同比增长 26.20%，这一增速创出了 2014 年中报以来的最高值。2018 年政府工作报告中明确提到“推动大数据、云计算、物联网广泛应用”，计算机行业整体收入表现强劲有力，市场迅速壮大。

剔除同方股份异常收益。2016 年 3 月 31 日，同方股份（600100）因为出售同方国芯（002049，现已更名为紫光国微）的 41.38%的股权，并丧失对其的控制权，导致产生了 56.98 亿元的投资收益，使得 2016 年中报的行业归母净利润大幅增加。为剔除该偶发性事件带来的巨额利润对行业净利润的影响，我们后续将这 56.98 亿元净收益从行业归母净利润中剔除（考虑 2016 年同方股份的综合税率约为 18.64%，该 56.98 亿元投资收益对应归母净利润约 46.36 亿元）。

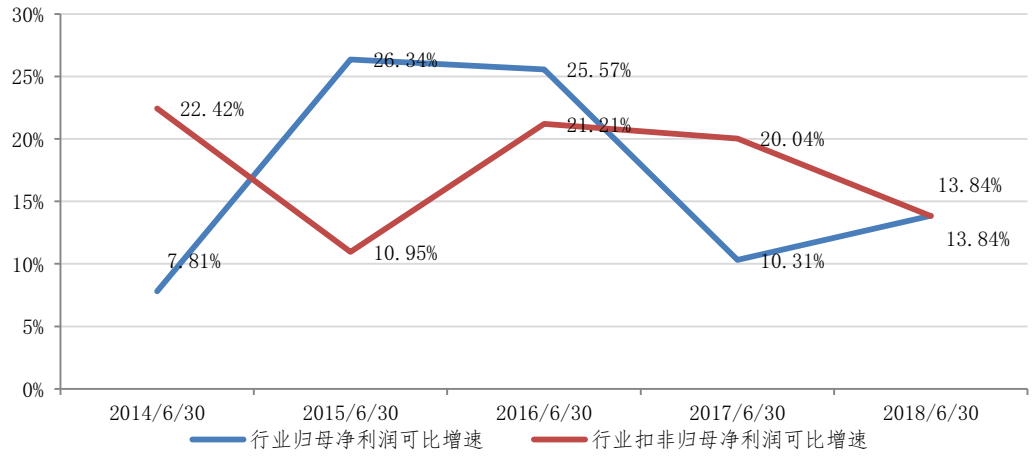
归母净利润增速不及收入增速。2018H1，计算机行业（申万）共实现归母净利润 134.48 亿元，同比增长 13.84%，相比 2017H1 的 10.31%的同比增速有了一定幅度的上升。同时我们也发现，2018H1 归母净利润的增速不及同期收入的增速，说明计算机行业整体来看，2018H1 的净利率出现了一定程度的下滑。2018H1，计算机行业（申万）共实现扣非后归母净利润 94.81 亿元，同比增长 13.84%，该增速比例同样低于同期的收入增速。

图 5：计算机行业（申万）归母净利润及扣非后归母净利润（2013H1-2018H1）



资料来源：Wind，长城证券研究所

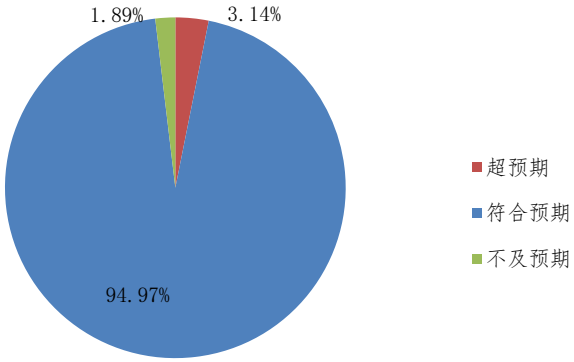
图 6：计算机行业（申万）行业归母净利润、扣非后归母净利润可比增速（2014H1-2018H1）



资料来源：Wind，长城证券研究所

少数公司超预期或不及预期。全行业共有 159 家公司发布了 2018H1 业绩预告，占比 78.71%，其中有 5 家公司的业绩超过预告的上限，3 家公司的业绩低于预告的下限，另外 151 家公司业绩符合预期。

图 7：计算机行业（申万）公司业绩预告实现情况（2018H1）



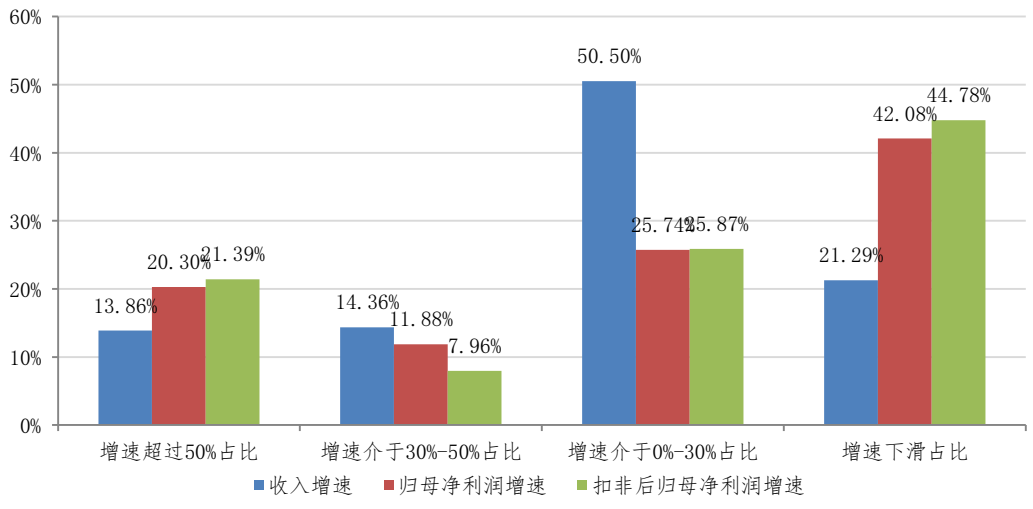
资料来源：Wind，长城证券研究所

表 1：计算机行业（申万）业绩超出或者低于预告的公司一览表（2018H1）

代码	公司简称	超出/低于预告	预告上限（百万元）	预告下限（万元）
002383.SZ	合众思壮	超出	175	150
002528.SZ	英飞拓	超出	35	25
300449.SZ	汉邦高科	超出	12	12
300588.SZ	熙菱信息	超出	-27.6	-31.9
600756.SH	浪潮软件	超出	26.3	26.3
000606.SZ	顺利办	低于	100	70
002657.SZ	中科金财	低于	120.5	74.2
002766.SZ	索菱股份	低于	91.5	74.3

资料来源：wind，长城证券研究所

图 8：计算机行业（申万）收入、归母净利润及扣非后归母净利润同比增速比例分布（2018H1）



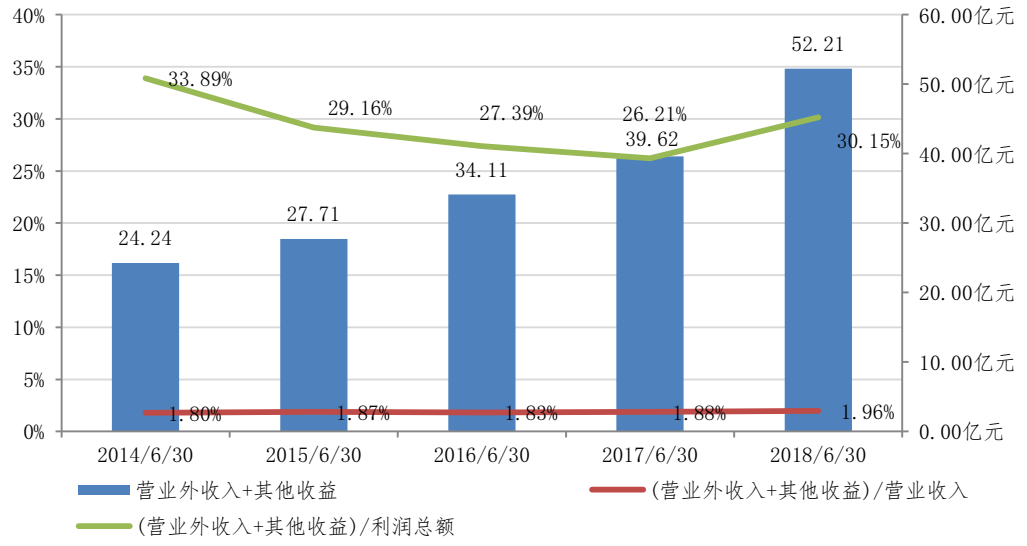
资料来源：Wind，长城证券研究所

行业内公司两极分化明显。全行业收入、归母净利润以及扣非后归母净利润同比增速超过50%的公司占比分别为13.86%、20.30%和21.39%；增速介于30%-50%的比例为14.36%、11.88%和7.96%；增速介于0-30%的比例为50.50%、25.74%和25.87%；增速下滑的比例分别为21.29%、42.08%和44.78%。我们发现，计算机行业内公司的在2018H1的发展有所分化，少数公司的扣非后归母净利润同比增速超过50%，大于收入同比增速超过50%的公司比例，而也有接近45%的公司的扣非后归母净利润出现了下滑，这一比例也远超过了收入同比下滑的公司比例。

财政部于2017年5月10日发布《关于印发修订《企业会计准则第16号——政府补助》的通知》，文件中的第11条规定"与企业日常活动相关的政府补助，应当按照经济业务实质，计入其他收益或冲减相关成本费用。与企业日常活动无关的政府补助，应当计入营业外收支"，导致从2017年中报开始，上市公司的财务报表结构发生变化。为了便于统一比较包含政府补助在内的"其他收益"、"营业外收入"两个科目对公司营业利润的影响，我们采取对上述两个科目进行合并计算的方式。

盈利质量值得关注。计算机行业（申万）202家公司2018H1共实现营业外收入及其他收益共52.21亿元，同比增长31.78%，超过收入的同比增速26.2%，占2018H1行业营业收入的比例为1.96%，出现了小幅上涨，而营业外收入及其他收益占利润总额的比例为30.15%，出现了明显的触底回升态势，政府补助、增值税退税以及其他收入对行业利润的贡献度在2018H1出现提升，未来需继续关注行业利润对上述来源的依赖程度，关注行业利润的质量。

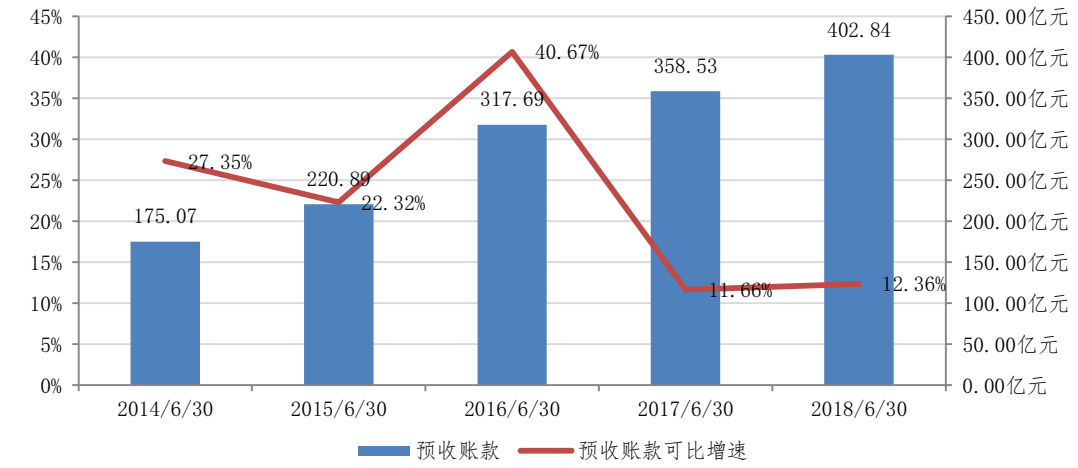
图9：计算机行业（申万）营业外收入及其他收益对行业利润的贡献（2014H1-2018H1）



资料来源：Wind，长城证券研究所

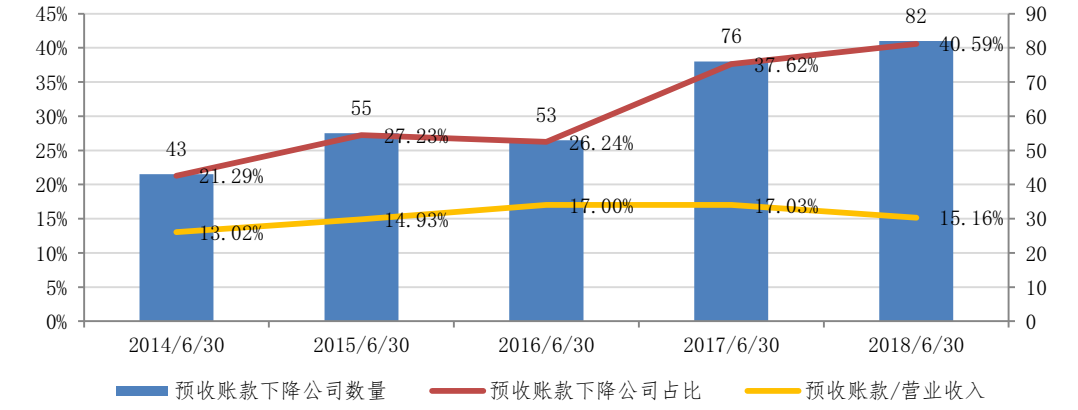
预收账款下滑，存在部分公司提前确认收入嫌疑。截止2018H1，计算机行业（申万）预收账款共402.84亿元，同比增长12.36%，但是202家公司有82家公司的预收账款出现了同比下降，占比40.59%，预收账款同比下降的公司家数和占行业比例均刷新了近几年的新高。2018H1计算机行业（申万）的预收账款占当期营业收入的比例为15.16%，相比2016H1和2017H1接近17%的比例出现了一定程度的下滑，结合前一个预收账款下降公司的数量占比较大的数据，我们分析可能有部分上市公司面对2018年上半年整体经济环境的压力，提前确认了一部分预收账款的收入，以提振公司业绩，未来需密切关注这一指标的变化走势。

图 10：计算机行业（申万）预收账款及其可比增速（2014H1-2018H1）



资料来源：Wind，长城证券研究所

图 11：计算机行业（申万）预收账款相关数据（2014H1-2018H1）

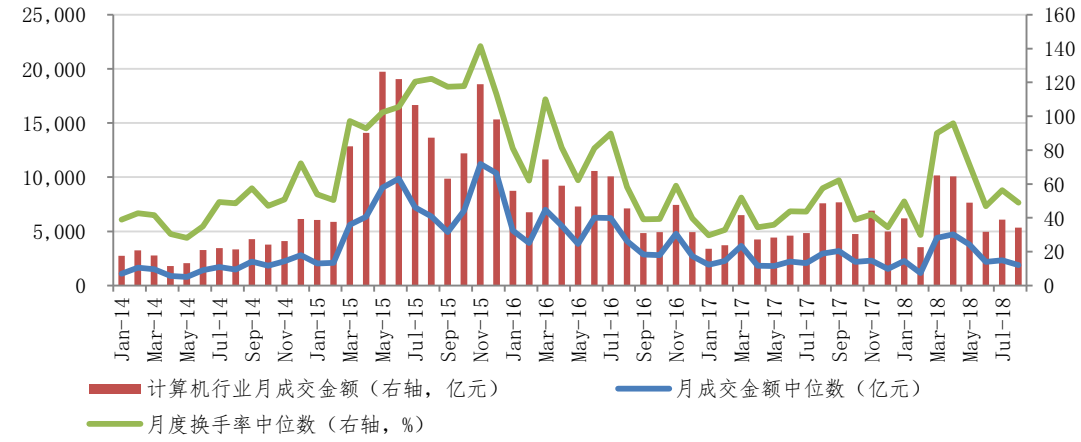


资料来源：Wind，长城证券研究所

1.3 全行业成交量跟随市场下滑，积极关注活跃强势股

行业成交量跟随市场整体下滑，活跃强势股值得关注。2018 年 8 月，计算机行业（申万）成交金额约 5,348.76 亿元，年内仅高于 2018 年 2 月份的单月成交金额 3,539.64（但需考虑到 2 月有春节假日效应），8 月成交金额的中位数约 11.97 亿元，剔除掉 2 月份，基本位于今年的最低值，2018 年 8 月，仅有 47 家公司的月度成交金额高于 2018 年的月度成交金额均值，且其中有 30 家公司在 2018 年 8 月份相对计算机（申万）指数出现了超额收益，多家公司为公募基金的 2018Q2 二十大重仓股，未来可以给予这些公司更多的关注。市场的整体交易量依然处于大幅萎缩的状态，与整个 A 股市场的变化趋势基本一致。

图 12：计算机行业（申万）月度成交金额及月度换手率数据（2014.01-2018.08，单位：亿元）



资料来源：Wind，长城证券研究所

表 2：计算机行业（申万）成交活跃且月度涨幅超越行业指数的标的清单（2018 年 8 月）

简称	代码	相比计算机行业指数的超额收益	成交金额（亿元）	月度换手率（%）	是否为 2018H1 基金二十大重仓股
000938.SZ	紫光股份	0.11%	76.26	84.15	否
000977.SZ	浪潮信息	4.15%	281.01	135.99	是
002153.SZ	石基信息	13.97%	62.10	61.77	是
002195.SZ	二三四五	3.65%	7.60	39.75	否
002268.SZ	卫士通	5.77%	22.40	169.55	否
002331.SZ	皖通科技	3.65%	89.05	87.25	否
002368.SZ	太极股份	13.75%	72.79	40.06	**是**
002401.SZ	中远海科	4.62%	74.82	107.69	否
002410.SZ	广联达	10.00%	68.85	102.69	**是**
002530.SZ	金财互联	14.92%	54.07	115.60	否
002609.SZ	捷顺科技	2.30%	67.31	158.55	否
002657.SZ	中科金财	3.99%	13.89	94.06	否
002777.SZ	久远银海	0.15%	15.79	174.49	否
300036.SZ	超图软件	6.56%	11.77	77.81	**是**
300042.SZ	朗科科技	12.11%	111.20	87.87	否
300188.SZ	美亚柏科	8.83%	15.36	68.16	**是**
300212.SZ	易华录	8.20%	114.50	153.44	否
300264.SZ	佳创视讯	3.48%	27.80	175.57	否
300339.SZ	润和软件	10.56%	26.56	129.21	否
300348.SZ	长亮科技	9.58%	14.37	62.29	**是**
300399.SZ	京天利	16.78%	29.89	85.79	否
300451.SZ	创业软件	16.77%	7.68	49.00	否
300523.SZ	辰安科技	15.37%	56.65	92.72	否
300546.SZ	雄帝科技	8.59%	4.09	24.26	否
300559.SZ	佳发教育	21.84%	49.67	124.76	否
300588.SZ	熙菱信息	10.85%	10.41	146.83	否

简称	代码	相比计算机行业指数的超额收益	成交金额（亿元）	月度换手率（%）	是否为2018H1基金二十大重仓股
300659.SZ	中孚信息	3.17%	20.26	55.75	否
600536.SH	中国软件	26.39%	298.34	391.06	否
600756.SH	浪潮软件	8.91%	112.74	223.59	否
600850.SH	华东电脑	5.81%	13.39	35.99	否

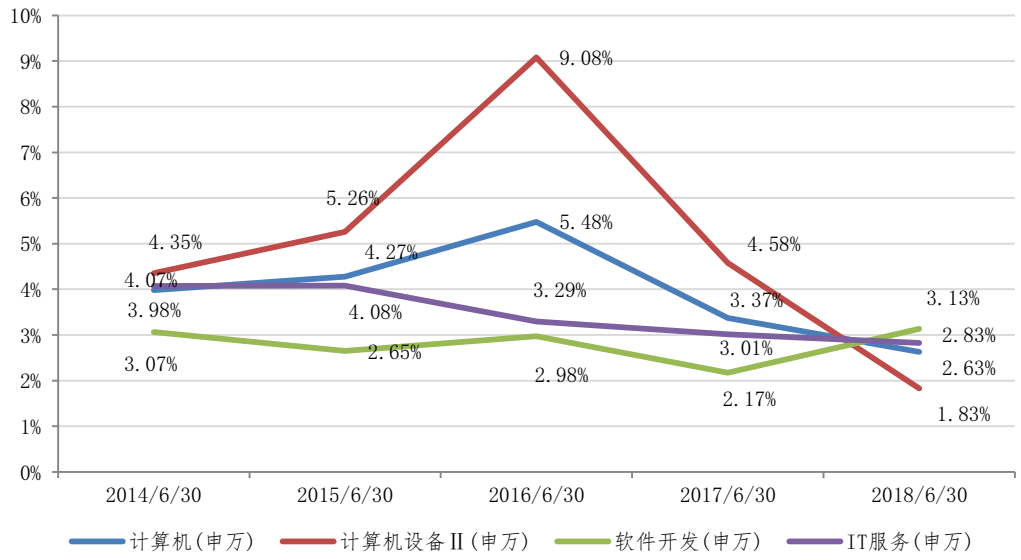
资料来源：wind，长城证券研究所

2. 行业整体 ROE 下滑，销售净利率走低是主因，但行业投资价值提升

2.1 行业整体 ROE 连续下滑，软件开发 ROE 相对强劲

行业整体 ROE 连续下滑，软件开发 ROE 相对强劲。2018H1，计算机行业（申万）的 ROE 为 2.63%，相比 2017H1 出现明显下滑，降低了 0.74 个百分点，位于 2014H1 至今的最低水平。其中下滑最明显的二级行业是计算机设备，同比大幅下滑了 2.75 个百分点，同样位于 2014H1 至今的最低水平；IT 服务行业 ROE 为 2.83%，基本与去年同期持平，小幅下滑 0.19 个百分点；ROE 指标唯一出现同比提升的二级行业是软件开发，同比大幅提升 0.96 个百分点，最新值为 3.13%。

图 13：计算机（申万）行业及二级行业的 ROE 指标（2014H1-2018H1）

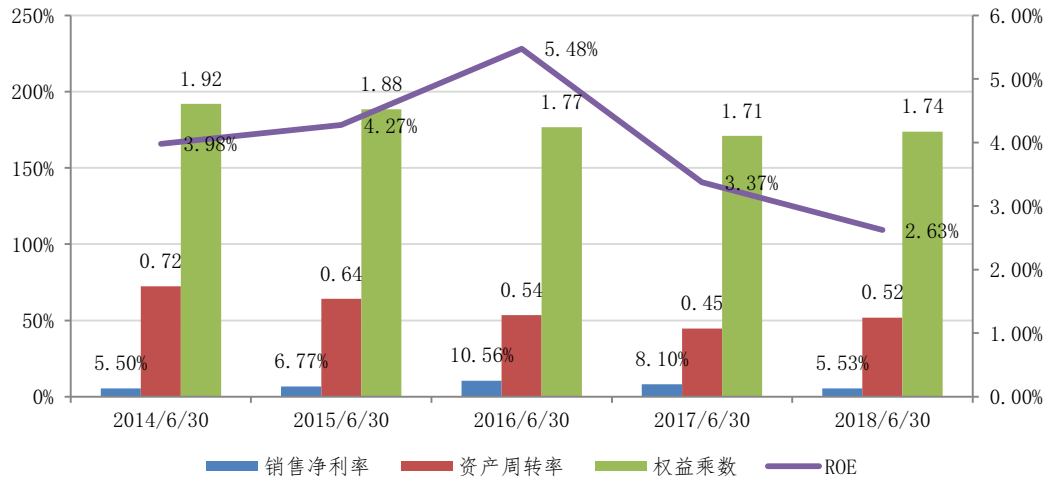


资料来源：Wind，长城证券研究所

2.2 销售净利率走弱是 ROE 下滑主因

销售净利率走弱是 ROE 下滑主因。我们采用杜邦分析法，将 ROE 分解为销售净利率、资产周转率以及权益乘数的乘积，以深入探究 ROE 变化的根源。从下图我们看到，销售净利率从 2016H1 起持续两年出现了明显的回落，2018H1 为 5.53%，比 2016H1 的 10.56%减少了约 47.6%，幅度较大；资产周转率相比 2017H1 略有提高，目前 2018H1 约为 0.52，而权益乘数 1.74 基本维持在相对稳定的状态，近几年的变化幅度不大。通过上面的杜邦分解，我们得出：2018 年上半年计算机行业整体 ROE 指标的明显下滑主要源于销售净利率的下滑，在当前相对承压的宏观环境下，原料以及人工成本的上涨压力造成的毛利率的收窄以及各类费用的上升，对行业内公司的净利率构成了较大的压力，压缩了行业的盈利空间。

图 14：计算机（申万）行业 ROE 及其杜邦分解（2014H1-2018H1）



资料来源：Wind，长城证券研究所

2.3 PB-ROE 分析法揭示行业整体投资机会提升

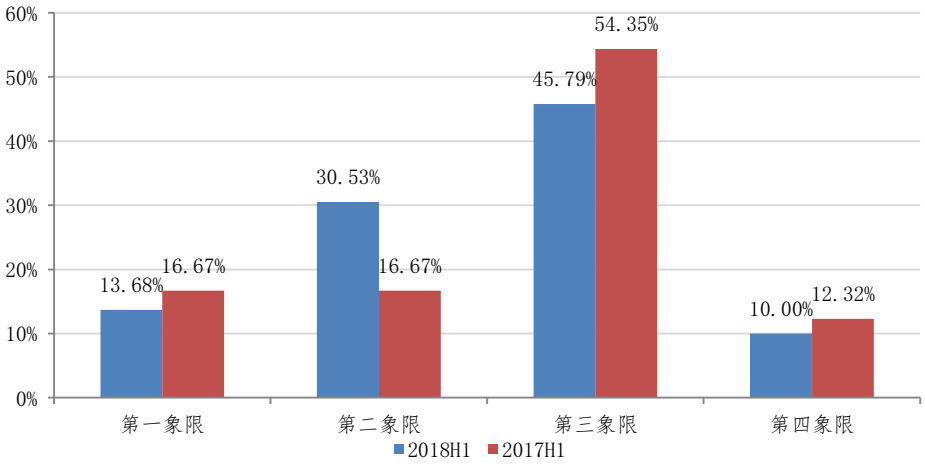
我们采用 PB-ROE 方法对计算机行业（申万）的公司进行自身纵向对比。对每个公司的当期的 PB（市净率）、ROE（净资产收益率）与过去 5 年的均值分别进行对比，通过下图的方法将每个公司当前的 PB-ROE 坐标标记为四个象限，过程中剔除当期或者历史均值 PB 为 0 的异常值。

表 3：PB-ROE 指标四象限划分规则

Wind 代码	PB 小于历史均值	PB 大于历史均值
ROE 大于历史均值	第二象限	第一象限
ROE 小于历史均值	第三象限	第四象限

资料来源：长城证券研究所

图 15：计算机（申万）行业 PB-ROE 指标分布（2017H1-2018H1）



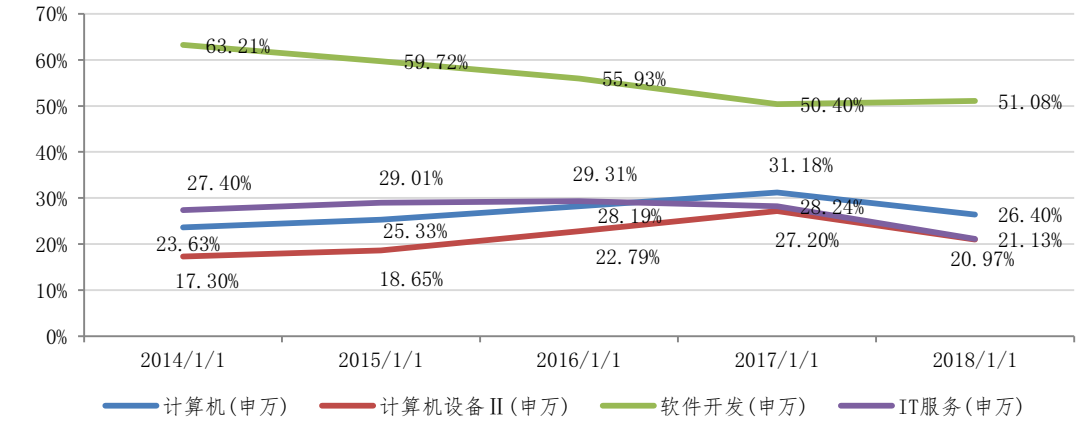
资料来源：Wind，长城证券研究所

行业整体投资价值整体提升。2018 年 H1，计算机行业分布在第二象限的公司比例明显上升，其他象限的比例均不同程度的下滑，表明行业内公司处于相对低 PB、高 ROE 区间的公司比例增加，行业内公司的整体朝着更具有投资价值的方向发展。此外，全行业 202 家公司，有 190 家公司具有 PB/ROE 的同比可比性（2017H1 的 PB 不为 0），其中有 133 家公司在 2018H1 的 PB/ROE 比值出现了同比下降，占比达到 70%，也从另一个角度印证了行业内公司投资价值的提升。

3. 毛利率承压，管理和销售费用可控，财务费用压力增大

行业毛利率整体承压。2018H1，计算机行业（申万）毛利率达到 26.40%，相比 2017H1 的高点 31.18%出现明显的下滑，三个二级子行业中，软件开发毛利率 51.08%维持在去年同期水平附近，保持稳定；计算机设备和 IT 服务均出现较大幅度的下降，计算机设备同比下降 6.24 个百分点至 20.97%，而 IT 服务行业下降 7.11 个百分点至 21.13%。

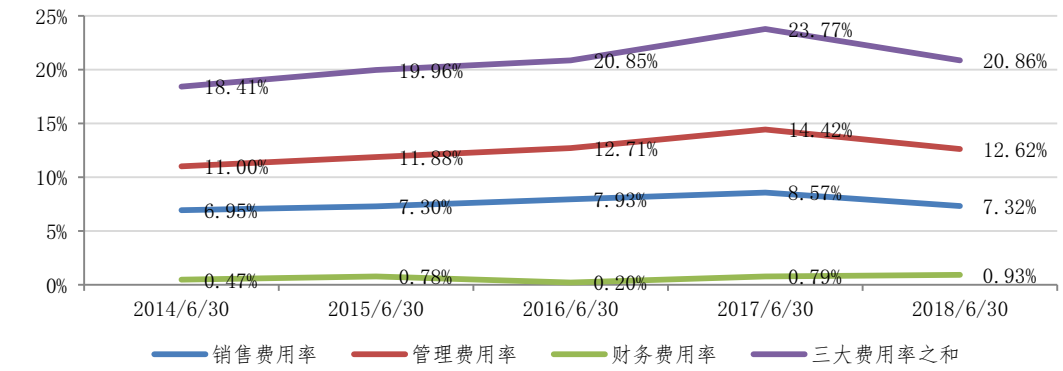
图 16：计算机（申万）行业及二级行业的毛利率数据（2014H1-2018H1）



资料来源：Wind，长城证券研究所

管理和销售费用相对可控，财务费用大幅增加。2018H1，计算机行业（申万）的整体销售费用率为 7.32%，维持相对稳定的水平，同比下滑了 1.25 个百分点；整体管理费用率为 12.62%，比 2017H1 大幅下滑 1.8 个百分点；而财务费用率则继续走高，从 2017H1 的 0.79%上升到 0.93%，增加了 0.14 个百分点，财务费用金额从 2017H1 的 15.26 亿元增加至 2018H1 的 24.51 亿元，同比增加 60.62%，且行业财务费用率自 2016H1 的低点 0.20%连续两年大幅攀升，可以判断出行业中的上市公司受到了整体市场资金环境收紧的影响，企业融资成本明显增加，财务压力增加。而三大费率之和近 5 年呈现出整体稳步走高的态势，2018H1 虽然相比 2017H1 出现明显下滑，但是依然处于相对高位。

图 17：计算机（申万）行业三大费率数据（2014H1-2018H1）

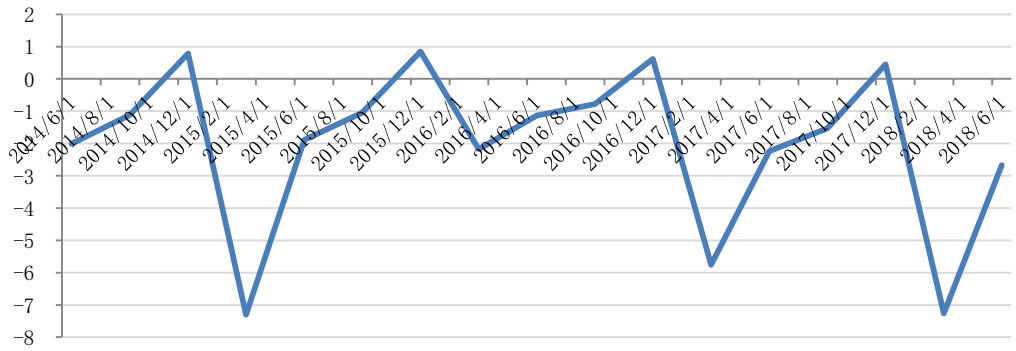


资料来源：Wind，长城证券研究所

4. 经营性现金流走低，盈利质量有所下滑，运营效率边际改善

整体经营性现金流走低，盈利质量呈现下滑态势。由于计算机行业（申万）的客户不少为政府、金融机构等，普遍存在四季度回款的行业惯例，使得行业的整体经营性现金流呈现出前三季度多数为负，而第四季度经营性现金流大幅流入的情况。2018H1，行业整体的经营性现金流净额为-391.16 亿元，同比减少 39.79 亿元，经营性现金流净额创出近 5 年来的新低，且 2017 年全年的经营性现金流净额也为 2014 年以来的最低值，**结合上文提到的行业净利润逐步走高，可以判断出计算机行业的整体盈利质量正在下滑。**

图 18：计算机（申万）行业的盈利现金比率（2014H1-2018H1）

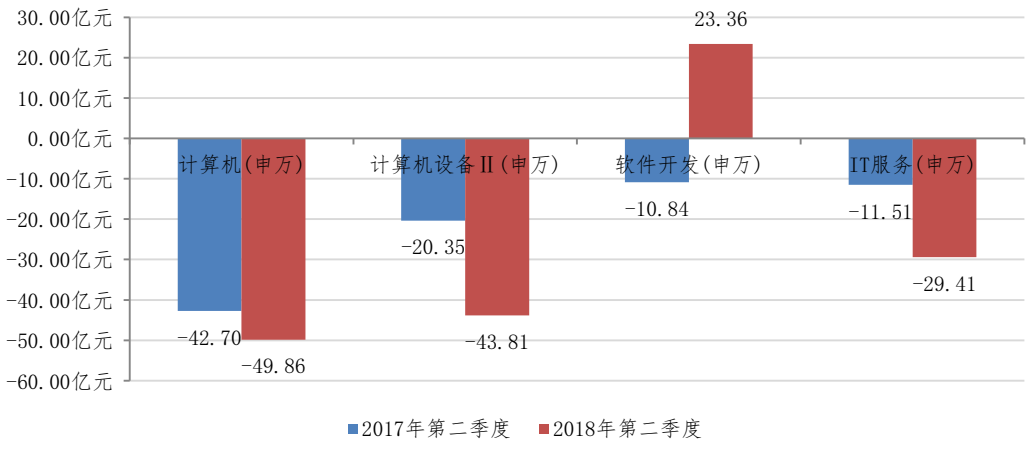


资料来源：Wind，长城证券研究所

注：盈利现金比率=经营性现金流净额/净利润。

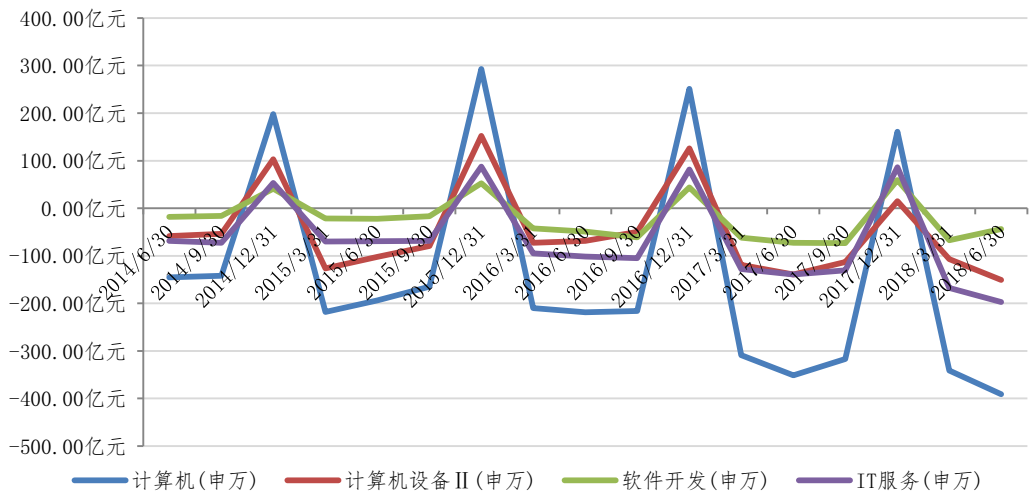
软件开发行业现金流边际改善明显。二级行业 IT 服务的经营性现金流净流量下滑 57.83 亿元，而计算机设备仅小幅减少 11.24 亿元，同时，软件开发行业的经营性现金流 2018H1 同比增加 29.28 亿元，是唯一一个同比改善的二级行业。此外，我们发现软件开发行业的 2018Q2 单季度的经营性现金流净额同比大幅改善，从 2017 年第二季度的-10.84 亿元扭转为 2018 年第二季度的 23.36 亿元，经营性现金流大幅优化。

图 19：计算机（申万）行业及二级行业的第二季度经营性现金流数据（2017-2018）



资料来源：Wind，长城证券研究所

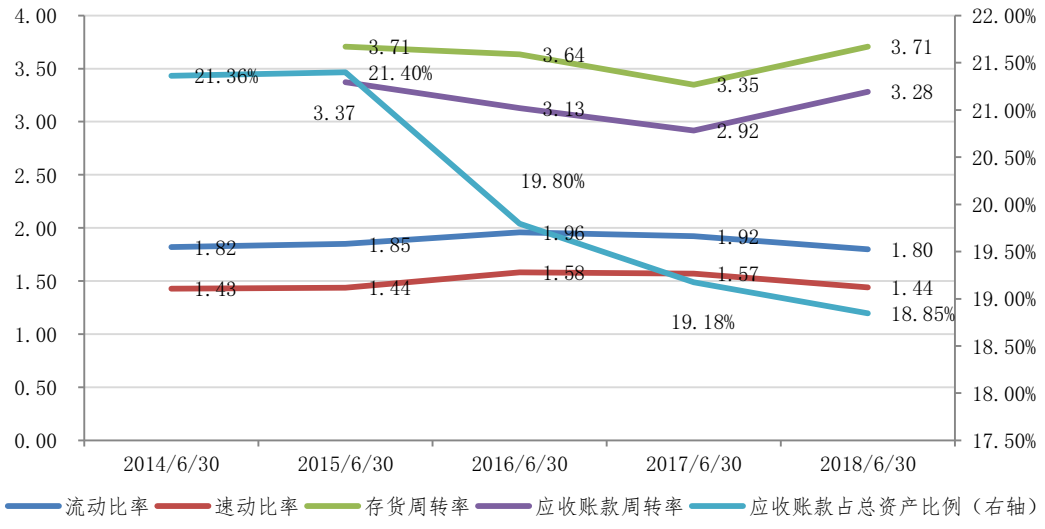
图 20：计算机（申万）行业及二级行业的经营性现金流数据（2014H1-2018H1）



资料来源：Wind，长城证券研究所

整体运营效率边际改善。计算机行业（申万）的整体存货周转率和应收账款周转率均出现明显的边际改善，超过或者接近 2015 年以来的同期高点；而流动比率和速动比率虽然同比出现了下降小幅下降，但是远高于 1，依然处于比较健康的状态。行业整体应收账款占总资产的比例稳步下降，18.85%为近 5 年的同期最低值。

图 21：计算机（申万）行业的运营指标（2014H1-2018H1）

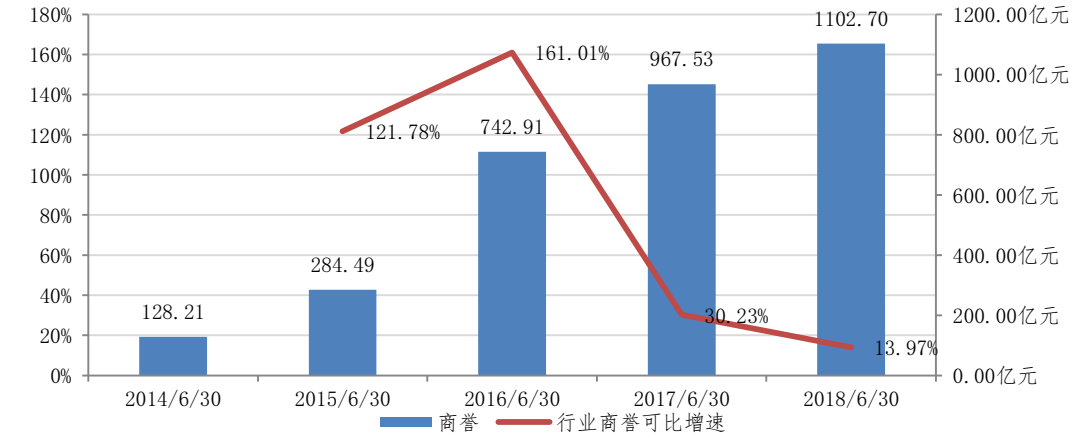


资料来源：Wind，长城证券研究所

5. 商誉增速放缓，外延式收购活跃性降低

行业整体商誉增速放缓。截至 2018H1，计算机行业（申万）整体商誉合计 1,102.70 亿元，同比仅增长 13.97%，增速出现明显的下滑，主要源于今年整体宏观环境承压，二级市场整体表现不尽人意，在经历 2015、2016 年的大规模外延式收购后，上市公司收购活动明显减少，更加关注自身内生增长动能。

图 22：计算机（申万）行业商誉及其可比增速（2014H1-2018H1）



资料来源：Wind，长城证券研究所

行业定增活跃性下降。2018 年前 8 个月，全市场共有 119 家公司提交增发预案，计划募资 3,887.41 亿元，其中有 7 家计算机行业（申万）公司，用于收购软件、电脑硬件、信息咨询与服务以及电子设备与仪器行业的优质标的，共需募集资金 38.32 亿元，占比接近 1%。而 2017 年全市场有 152 家公司提交增发预案，计划募资 4,976.82 亿元，其中计算机行业（申万）有 17 家，募资 680.40 亿元，其中三六零计划募资 502.35 亿元。从 2018 年前 8 个月数据来看，计算机行业（申万）的定增数量和募资金额占比都有了明显的下降，行业定增活跃性降低。此外，2018 年前 8 个月，计算机行业（申万）还有 9 家公司发布了存在业绩对赌的现金收购预案。

部分公司商誉占净资产比例过高，并购标的业绩出现下滑，商誉计提风险较高。截至 2018H1，计算机行业（申万）的商誉占净资产比重最大的 5 家公司分别为**凯瑞德**（002072）、**高伟达**（300465）、**久其软件**（002279）、**立思辰**（300010）和**任子行**（300311），其商誉占净资产的比重分别高达 336.70%、82.47%、81.86%、72.29%和 63.04%。我们整理了计算机行业（申万）中商誉占净资产比率超过 50%的公司的主要并购标的的信息如下表。在 2018 中报中公布了净利润的 26 家并购标的中，有 10 个并购标的的业绩出现了同比恶化，比例达到 38.5%，对应标的公司的商誉合计高达 45.01 亿元，**商誉占净资产比例较高的上市公司未来存在更大的计提商誉减值的风险，未来建议回避相关标的。**

表 4：计算机行业（申万）商誉占净资产超过 50%的公司一览表（2018H1）

证券代码	证券简称	商誉（亿元）	净资产（亿元）	商誉/净资产
002072.SZ	凯瑞德	1.74	0.52	336.70%
300465.SZ	高伟达	9.19	11.14	82.47%
002279.SZ	久其软件	16.79	20.51	81.86%
300010.SZ	立思辰	40.52	56.06	72.29%
300311.SZ	任子行	8.49	13.46	63.04%
000662.SZ	天夏智慧	34.22	56.33	60.75%
300449.SZ	汉邦高科	8.90	14.66	60.70%
300339.SZ	润和软件	26.16	45.43	57.58%
000606.SZ	顺利办	16.52	28.90	57.17%
300182.SZ	捷成股份	55.47	102.82	53.95%
300130.SZ	新国都	11.07	20.58	53.80%
300513.SZ	恒泰实达	11.92	22.53	52.92%
300250.SZ	初灵信息	8.23	15.62	52.67%
300451.SZ	创业软件	11.08	21.73	51.00%

资料来源：wind，长城证券研究所

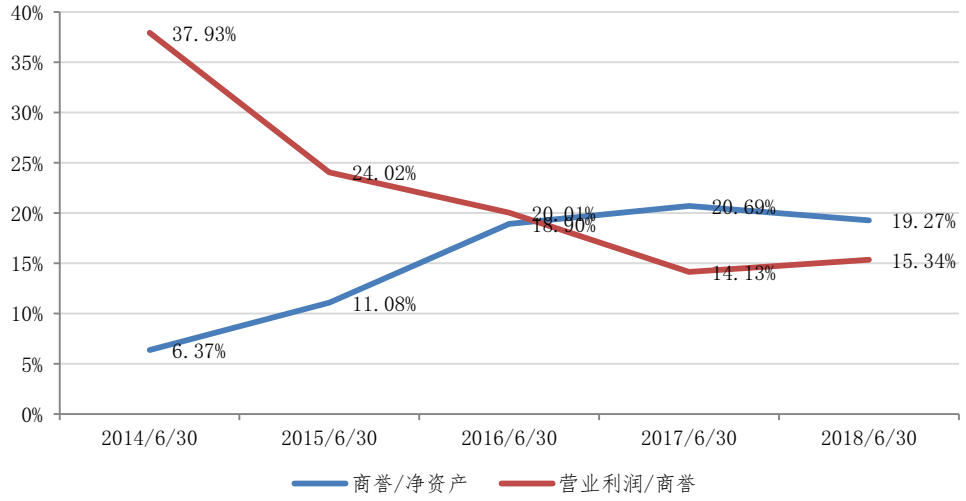
表 5：计算机行业（申万）商誉占净资产超过 50%的公司的并购标的业绩完成数据一览表（2018H1）

证券代码	证券简称	并购标的名称	并购标的商誉期末余额（亿元）	2017 年对赌业绩（万元）	2017 年对赌完成业绩（万元）	2017 年对赌完成率	2017 年中报业绩（万元）	2018 年中报业绩（万元）	2018 中报同比增速
002072.SZ	凯瑞德	屹立由数据	1.74	2,800	1,447	51.68%	1,409	-1,669	-218.45%
300465.SZ	高伟达	坚果创娱	2.43	1,800	1,821	101.17%	1,079	1,374	27.34%
		上海睿民	2.35	2,600	2,935	112.88%	1,432	780	-45.53%
		尚河信息	1.07	1,131	1,235	109.20%	927	-	-
		快读科技	9.19	3,000	1,722	57.40%	331	1,839	455.59%
002279.SZ	久其软件	亿起联科技	4.46	8,430	8,366	99.24%	2,841	2,436	-14.26%
		华夏电通	4.07	7,800	8,019	102.81%	4,038	4,108	1.73%
		瑞意恒动	1.77	1,950	2,185	112.05%	802	1,019	27.06%
		移通网络	6.48	10,400	10,115	97.26%	4,413	5,212	18.11%
300010.SZ	立思辰	汇金科技	2.3	5,634	3,329	59.09%	-680	-	-
		敏特昭阳	3.28	4,514	5,574	123.48%	1,399	-319	-122.80%
		康邦科技	15.1	16,640	15,879	95.43%	2,482	2,410	-2.90%
		江南信安	3.57			-	1,076	397	-63.10%
		跨学网教育	2.25	2,080	2,137	102.74%	-	-	-
		瑞特威科技	1.46			-	-	-	-
		叁陆零教育	3.23	3,000	3,092	103.07%	1,316	1,186	-9.88%
		百年英才	2.57	2,100	2,164	103.05%	-	855	-
		中文未来	4.73	2,100	2,162	102.95%	-	2,086	-
300311.SZ	任子行	唐人数码		6,600	6,780	102.73%	2,738	7,215	163.51%

		泡椒思志		4,000	3,575	89.38%	-145	3,875	2772.41%
		北京亚鸿		3,500	3,661	104.60%	1,219	3,754	207.96%
000662.SZ	天夏智慧	天夏科技	34.2	52,561	52,830	100.51%	12,258	13,043	6.40%
300449.SZ	汉邦高科	金石威视	5.08	5,330	5,493	103.06%	-	1,745	-
		普泰国信	3.81	-	-	-	-	1,140	-
300339.SZ	润和软件	联创智融	18.94	18,800	19,334	102.84%	5,063	7,629	50.68%
		捷科智诚	6.56	-	-	-	2,389	3,013	26.12%
		菲耐得	0.66	864	1,111	128.59%	301	-790	-362.46%
000606.SZ	顺利办	神州易桥	8.97	9,400	11,969	127.33%	4,067	6,665	63.88%
		神州开元	2.52	-	-	-	-	-	-
		易桥快马	4.59	-	-	-	-	-	-
300182.SZ	捷成股份	瑞吉祥影视	10.16	19,773	20,100	101.65%	5,290	-	-
		中视精彩	7.52	15,616	15,807	101.22%	5,855	-	-
		华视网聚	29.28	42,250	60,535	143.28%		38,128	-
		星纪元影视	7.89	16,380	18,374	112.17%	13,678	8,697	-36.42%
300130.SZ	新国都	中正智能	1.4	3,042	2,382	78.30%	2	-	-
		公信诚丰	4.33	5,000	4,652	93.04%	1,674	3,379	101.85%
		嘉联支付	5.03	-	-	-	-	5,047	-
300513.SZ	恒泰实达	辽宁邮电	11.92	-	-	-	-	3,619	-
300250.SZ	初灵信息	博瑞得科技	2.3	-	-	-	1,384	-793	-157.30%
		博科思科技	0.43	1,046	1,352	129.25%	685	419	-38.83%
		视达科科技	5.51	6,280	4,644	73.95%	35	240	585.71%
300451.SZ	创业软件	博泰信息	10.22	9,950	10,512	105.65%	4,628	4,749	2.61%

资料来源：长城证券研究所整理

图 23：计算机（申万）行业商誉与净资产比值、营业利润对商誉的覆盖率（2014H1-2018H1）

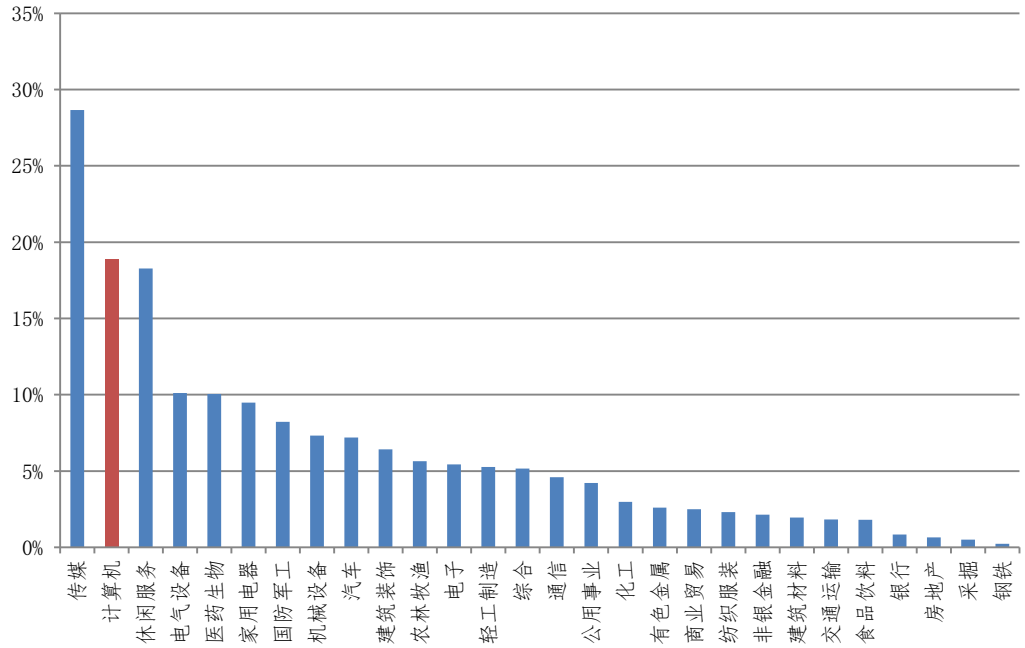


资料来源：Wind，长城证券研究所

行业商誉相对较大。截至 2018H1，计算机行业（申万）的整体商誉占净资产的比重为 19.27%，同比小幅下滑 1.42 个百分点，但是依然维持在近 5 年来的高位，且在 28 个申万一级行业中排名第 2。而整体营业利润对商誉的覆盖率为 15.34%，处于近 5 年来的相对

低位。上述两个数据说明，计算机行业的整体商誉相对较大，未来需密切关注各上市公司对前期所收购的资产的整合进展，收购标的的对赌完成情况，如相关标的的业绩无法达到预期对赌，那么存在计提商誉减值风险的可能，将对行业内对应上市公司的盈利能力产生负面影响。

图 24：申万一级行业商誉与净资产比值排名（2018.8.31）



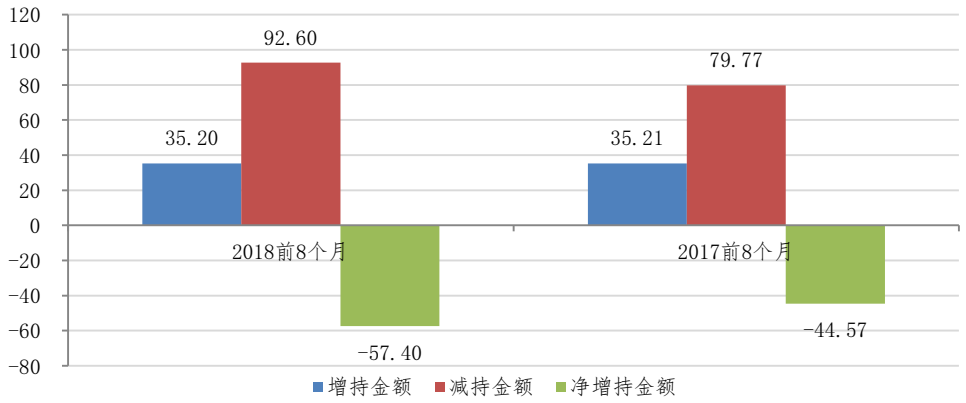
资料来源：Wind，长城证券研究所

6. 股东减持压力增加，上市公司回购积极性提升

6.1 股东减持压力有所上升

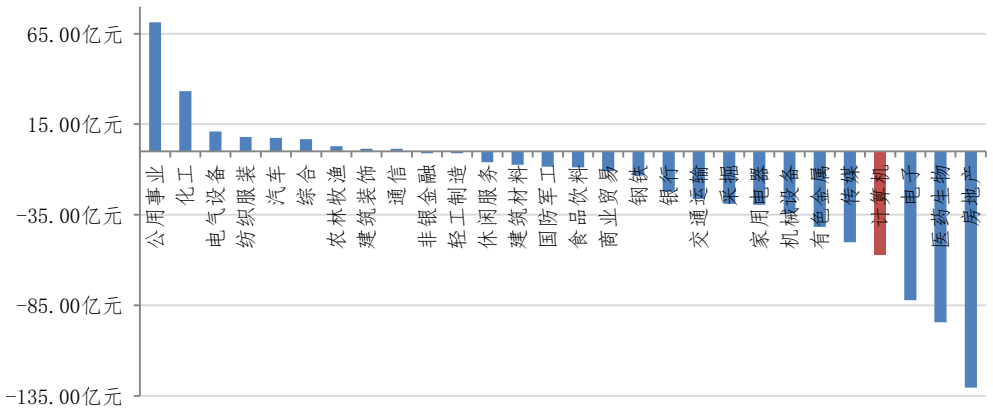
行业股东减持压力有所上升。截至 2018 年 8 月 31 日，计算机行业（申万）共有 141 家公司的股东（含员工持股计划）出现了增减持行为，其中 47 家公司增持公司股票，占比 1/3，占比增持金额约 35.2 亿元，94 家公司减持公司股票，占比 2/3，减持金额约 92.6 亿元，合计净减持约 57.4 亿元。而 2017 年同期的净减持数据约为 44.6 亿元，行业的整体减持力度有所提高，在申万 28 个行业中排名第 25。计算机行业（申万）中增持金额较大的公司是**联络互动**（002280）、**万达信息**（300168）、**东方网力**（300367）、**易联众**（300096）和**银江股份**（300020），增次金额分别为 9.59 亿元、5.29 亿元、3.02 亿元、2.85 亿元和 2.04 亿元；减持金额最大的公司的是**广联达**（002410）、**神州泰岳**（300002）、**二三四五**（002195）、**东华软件**（002065）和**苏州科达**（603660），减持金额分别为 10.33 亿元、6.85 亿元、6.47 亿元、6.04 亿元和 3.59 亿元。

图 25：计算机（申万）行业股东增减持数据（2017 年前 8 个月-2018 年前 8 个月）



资料来源：Wind，长城证券研究所

图 26：申万一级行业股东增减持金额（2018 年前 8 个月）

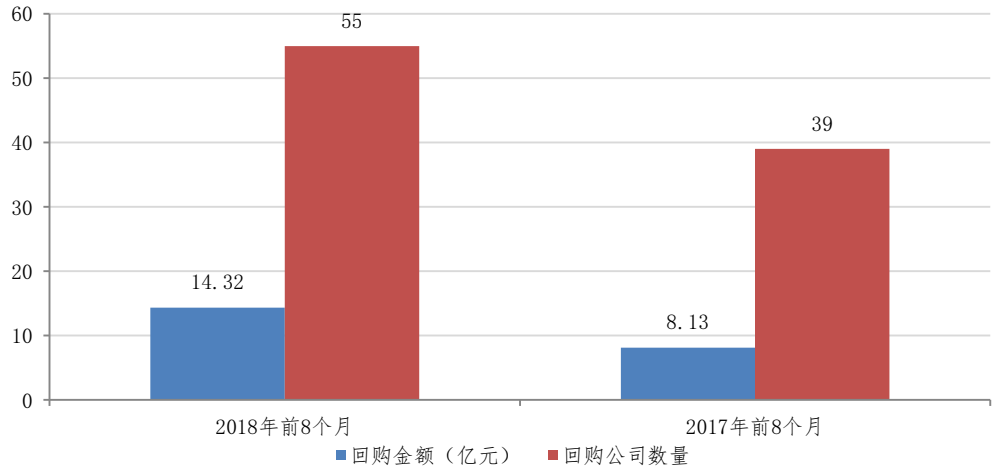


资料来源：Wind，长城证券研究所

6.2 上市公司回购积极性提升

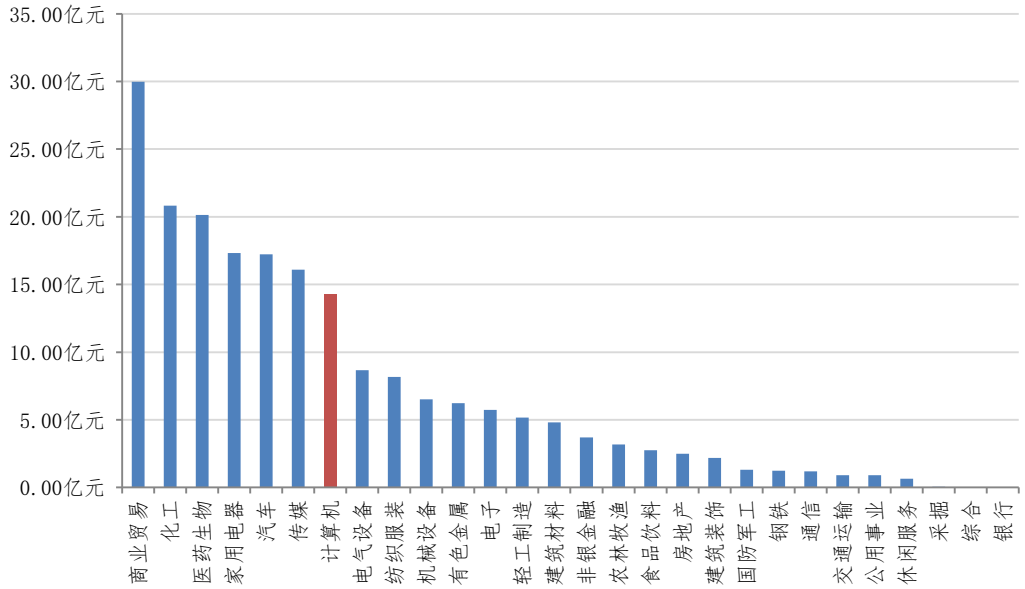
回购积极性明显提升，相关标的值得关注。截至 2018 年 8 月 31 日，计算机行业（申万）共有 55 家公司发生回购，高于 2017 年同期的 39 家，占全行业公司家数的 27.23%，合计回购股票金额约 14.32 亿元，同样高于 2017 年同期的 8.13 亿元，在 28 个申万一级行业中排名第七。回购金额靠前的公司分别为**旋极信息**（300324）、**捷顺科技**（002609）、**汉鼎宇佑**（300300）、**达实智能**（002421）和**海兰信**（300065），金额分别达到 2.71 亿元、2.53 亿元、1.53 亿元、1.05 亿元和 1.05 亿元。

图 27：计算机行业（申万）股东回购金额和回购公司数量（2017/2018 年前 8 个月）



资料来源：Wind，长城证券研究所

图 28：申万一级行业股东回购金额（2018 年前 8 个月）

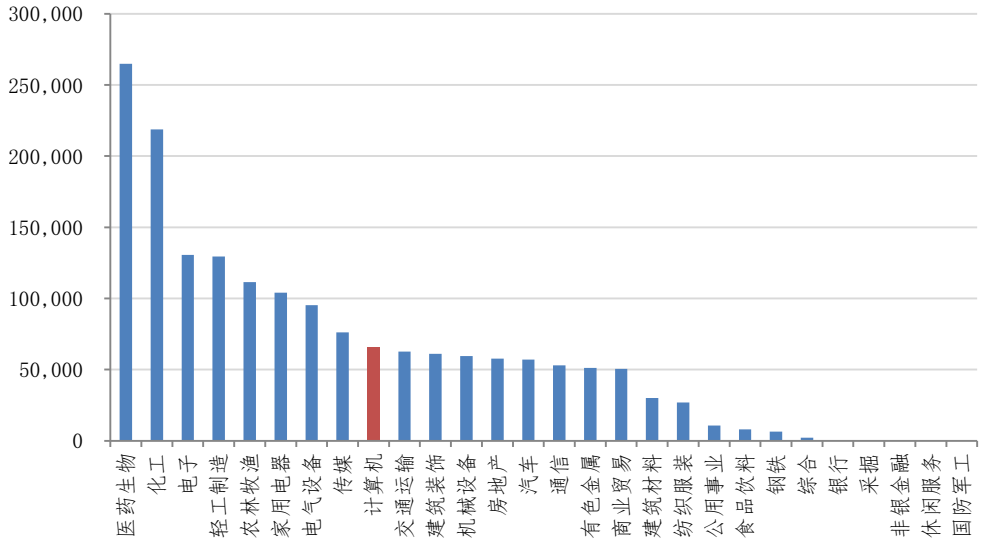


资料来源：Wind，长城证券研究所

6.3 行业员工持股计划金额靠前

行业员工持股计划金额靠前。2018 年前 8 个月，计算机行业（申万）共有 6 家公司发布了员工持股计划，涉及金额约 6.56 亿元，在 28 个申万一级行业中排名第 9，而 2017 年计算机行业的该排名为第 7 名，有所下滑，2017 年计算机行业的全年员工持股计划的金额约 11.08 亿元，其中员工持股计划初始资金规模较大的公司是**初灵信息**（300250）、**东华软件**（002065），**南天信息**（000948），金额分别为 2.0 亿元、2.0 亿元和 1.0 亿元。

图 29：计算机行业（申万）员工持股计划涉及金额（2018 年前 8 个月，单位：万元）



资料来源：Wind，长城证券研究所

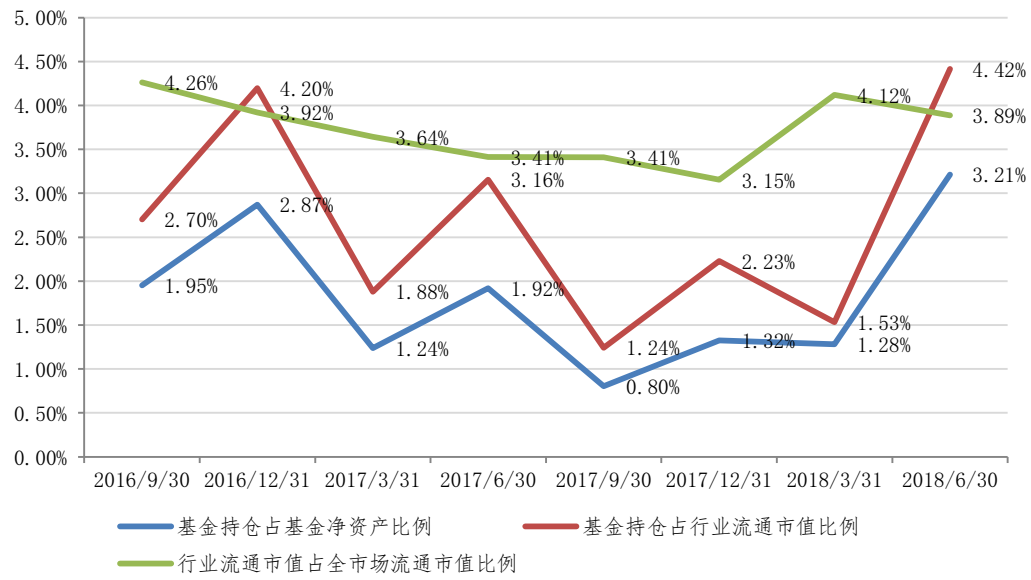
7. 基金逐步青睐，抱团现象明显

7.1 基金持仓回升，有望继续增持

获得公募基金青睐，行业持仓回升明显。截至 2018H1，全市场共有股票型、混合型公募基金共 3396 只，总的资产净值合计 2.688 万亿元。公募基金持有计算机行业（申万）的总市值约为 863.99 亿元，一改过去 5 个季度季度公募基金持续低持仓的状态，比 2018Q1 猛增 511.13 亿元，增幅达到 144.85%，且占全市场所有股票型、混合型基金总资产净值的比例约为 3.21%，刷新了近 8 个季度该比例的最大值；同时，2018H1 公募基金持有计算机行业（申万）的总市值占计算机行业流通市值（约 1.957 万亿）的比例约为 4.42%，同样创出了近 8 个季度以来的新高，显示出公募基金对计算机行情的关注度的明显提升。

行业仍处低配状态，未来存继续增持空间。同时，我们也观察到 2018H1 的计算机行业公募基金持仓市值占其净资产的比例 3.21%依然低于计算机行业的流通市值占全市场流通市值的比重 3.89%，说明计算机行业整体目前依然处于被公募基金低配的状态，未来随着计算机行业基本面的继续改善，盈利能力的逐步释放和增强，行业整体存在着继续被基金增持的可能。

图 30：计算机行业（申万）公募基金持仓占比数据（2016Q3-2018H1）



资料来源：Wind，长城证券研究所

公募基金对计算机行业的兴趣在 2018 年二季度明显提升。具体针对计算机行业（申万）中的 202 只股票来看，有 89 家公司在 2018Q2 得到基金的认可，从 2018Q1 的零基金持仓变为 2018H1 有基金持仓。相比 2018Q1 数据，59 家公司的基金持仓市值排名在 2018H1 得到提升，剔除二季度上市的新股深信服的影响，二季度基金持仓市值排名上升最快的是中新赛克（002912），从 2018Q1 的第 114 名大幅跃升至 2018H1 的第 38 名；相比 2018Q1 数据，有 27 家公司的基金持仓市值在 2018H1 出现了下滑，其中持仓市值下滑最大的是金证股份（600446），约 2.90 亿元。另外，有 6 家公司 2018H1 的基金持仓市值相比 2018Q1 下滑超过 90%。

7.2 基金抱团现象明显，二十大重仓股范围变动较小

公募基金抱团现象明显。相比 2018Q1 数据，公募基金在计算机行业（申万）2018H1 的二十大重仓股的整体变化范围不大。新进入二十大重仓股的标的是**太极股份**（002368）、**长亮科技**（300348）、**超图软件**（300036）以及**中国长城**（000066），其中中国长城排名提升最大，从 2018Q1 的第 54 名大幅提升至第 20 名。而被调出二十大重仓股的标的有**科大讯飞**（002230）、**旋极信息**（300324）、**天源迪科**（300047）、**飞利信**（300287），前三家公司的排名变化并不明显，仅飞利信的排名出现了大幅下降，从一季度的第 8 名下滑至第 27 名。此外，2018Q1 没有一家公司出现超过 100 只基金有持仓，但是 2018H1 出现了 38 家公司有超过 100 只基金有持仓，浪潮信息（000977）甚至出现了高达 408 只基金拥有持仓，基金开始渐渐对计算机行业的优秀标的抱团，布局面开始大幅铺开。

公募基金行业重仓股变化范围较小。从基金前二十大重仓股来看，布局重点依然是云计算、IDC、人工智能、大数据、自主可控、智慧医疗、金融科技、智能制造、新零售、工业互联网、网络安全等领域的标的，与国家对信息产业发展的指导方向比较一致。前二十大重仓股的持仓市值从 2018Q1 的 204.84 亿元上涨至 550.63 亿元，占计算机行业基金持仓市值的比重从 58.05%大幅提升至 63.76%，基金对计算机行业的持股集中度提高，更加青睐细分行业龙头。

表 6：基金持有的计算机行业（申万）前二十大重仓股（2018Q1-2018H1）

		2018 年上半年				2018 年第一季度				
股票代码	公司名称	基金持仓股数（万股）	持仓市值（亿元）	占总股本比例	排名	基金持仓股数（万股）	持仓市值（亿元）	占总股本比例	排名	排名变化
000977.SZ	浪潮信息	24,306.09	57.97	18.85%	1	173	15.66	4.93%	3	+2
600271.SH	航天信息	18,220.81	46.04	9.78%	2	135	7.92	1.68%	18	+16
002410.SZ	广联达	16,439.41	45.59	14.69%	3	94	14.34	5.05%	5	+2
603019.SH	中科曙光	8,151.99	37.39	12.68%	4	82.98	15.69	4.46%	2	-2
300253.SZ	卫宁健康	29,727.46	36.83	18.38%	5	82.5	11.46	5.79%	9	+4
300170.SZ	汉得信息	18,734.74	30.43	21.46%	6	74	12.06	7.78%	7	+1
600570.SH	恒生电子	5,654.78	29.94	9.15%	7	64	11.20	3.03%	10	+3
300188.SZ	美亚柏科	14,654.85	26.82	18.44%	8	58	12.35	8.02%	6	-2
300271.SZ	华宇软件	14,857.89	26.27	19.61%	9	55.5	14.98	9.61%	4	-5
002376.SZ	新北洋	15,018.30	24.84	22.56%	10	53	8.08	7.10%	15	+5
002439.SZ	启明星辰	11,679.49	24.78	13.03%	11	173	20.96	8.54%	1	-10
600845.SH	宝信软件	8,964.86	23.62	10.36%	12	135	6.78	3.09%	19	+7
600588.SH	用友网络	8,429.67	20.66	4.44%	13	94	10.32	1.85%	12	-1
300166.SZ	东方国信	13,843.40	20.39	13.18%	14	82.98	7.99	4.20%	16	+2
002153.SZ	石基信息	6,798.79	19.72	6.37%	15	82.5	8.32	2.91%	14	-1
300365.SZ	恒华科技	8,856.73	18.27	22.01%	16	74	10.36	11.67%	11	-5
002368.SZ	太极股份	5,640.52	16.40	13.58%	17	64	5.49	4.73%	23	+6
300348.SZ	长亮科技	5,740.02	15.94	17.85%	18	58	4.51	7.36%	27	+9
300036.SZ	超图软件	7,566.56	15.43	16.83%	19	55.5	5.08	5.45%	24	+5
000066.SZ	中国长城	18,702.30	13.30	6.35%	20	53	1.26	0.52%	54	+34

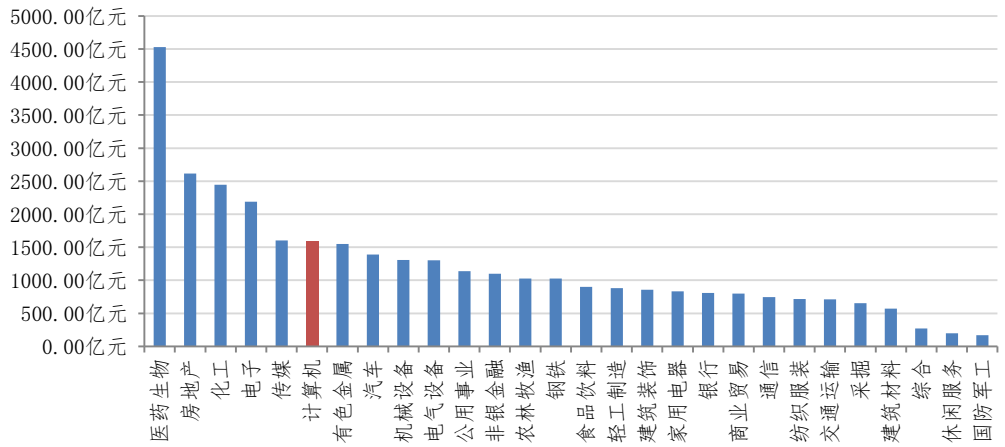
资料来源：长城证券研究所整理

8. 质押风险下降，解禁压力集中，两融资金增配计算机

8.1 无限售质押比重下滑，风险相对可控

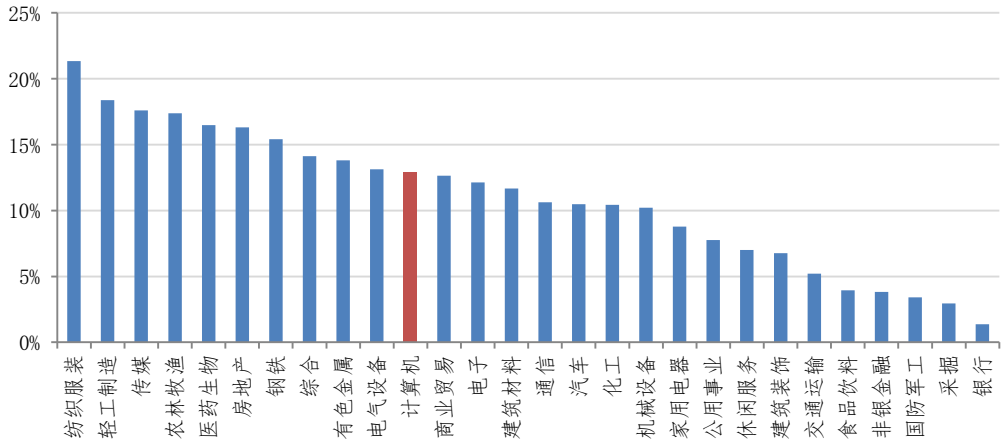
质押风险相对可控。截至 2018 年 8 月 31 日，计算机行业（申万）共有无限售质押市值约 1,588.53 亿元，在 2018 年 Q1 出现近 8 个季度的峰值 2,024.23 亿元后连续回落，无限售质押市值占行业流通市值的比例从 2018Q1 高位的 14.12%连续下滑至 12.94%，依然处于相对高位，风险略有下降。行业无限售质押市值在 28 个申万一级行业中排名第 6，质押市值与行业流通市值的比例位于 28 个申万一级行业的第 11。

图 31：申万一级行业无限售质押市值（2018.8.31）



资料来源：Wind，长城证券研究所

图 32：申万一级行业无限售质押市值占流通市值比例（2018.8.31）

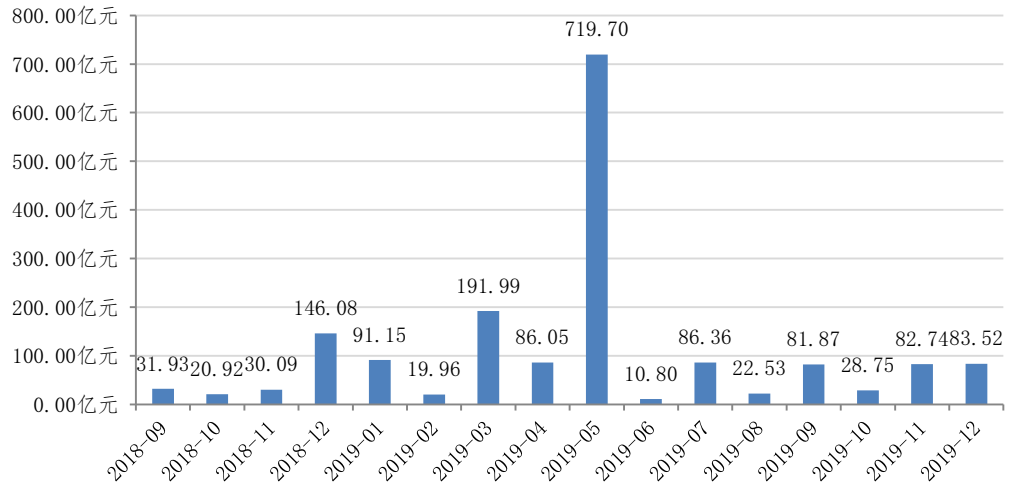


资料来源：Wind，长城证券研究所

8.2 未来解禁压力集中，少数公司解禁比例大

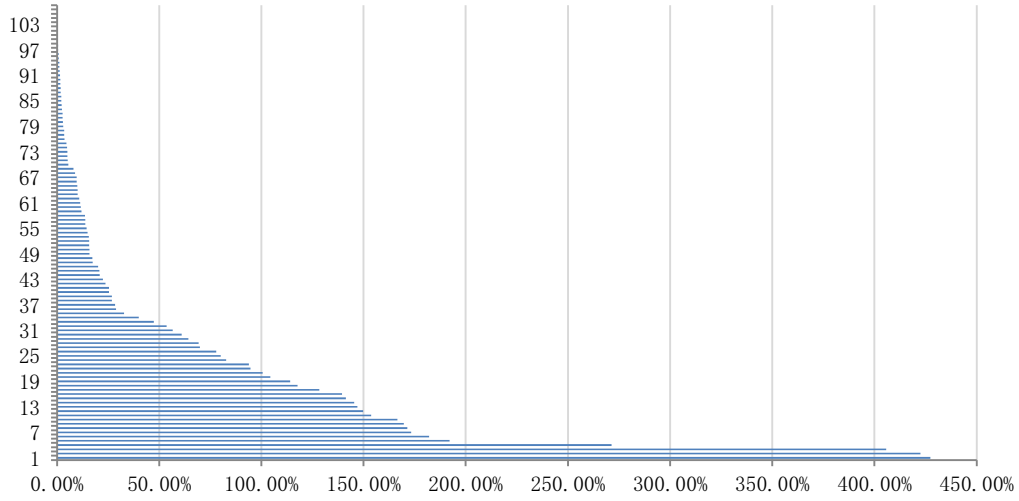
未来解禁压力集中，少数公司解禁压力突出。截至 2018 年 8 月 31 日，计算机行业（申万）的 202 家上市公司，在 2019 年 12 月 31 日前，有 105 家公司将出现股份解禁，占比超过 50%，按照 2018 年 8 月 31 日的收盘价计算，计算机行业（申万）的解禁总市值将达到 1,734.44 亿元，其中 2019 年 5 月为阶段性峰值，达到 719.70 亿元，主要由于**深信服**（300454）和**紫光股份**（000938）分别将于 2019 年 5 月 16 日和 2019 年 5 月 6 日解禁 1.69 亿股和 11.7 亿股，未来需关注上述两家公司的解禁对行业整体造成的压力。在这 105 家公司中，有 21 家公司的解禁股数超过了当前的流通股数，有 32 家公司的解禁股数超过了当前流通股数的 50%，这些解禁数量相对当前流通盘的比例较大的公司未来可能会存在更大的市场抛压。

图 33：计算机行业（申万）未来解禁截至月度分布图（2018.9-2019.12）



资料来源：Wind，长城证券研究所

图 34：计算机行业公司的解禁股数/流通股数的比值与上市公司数量的分布图（2019 年底前）



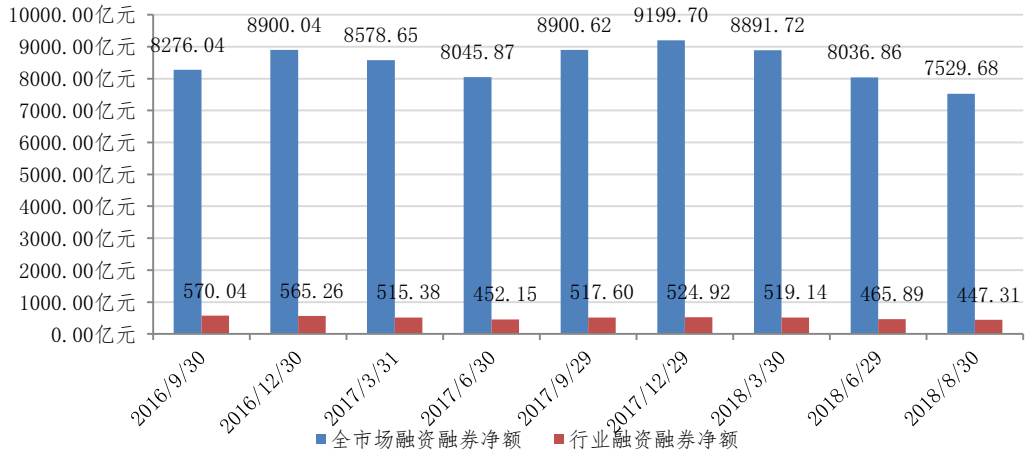
资料来源：Wind，长城证券研究所

注：横轴表示解禁数量与当前流通股数的比值，纵轴表示 2019 年底前存在解禁的上市公司的编号（1-105）

8.3 两融余额跟随市场下滑，相对增配计算机

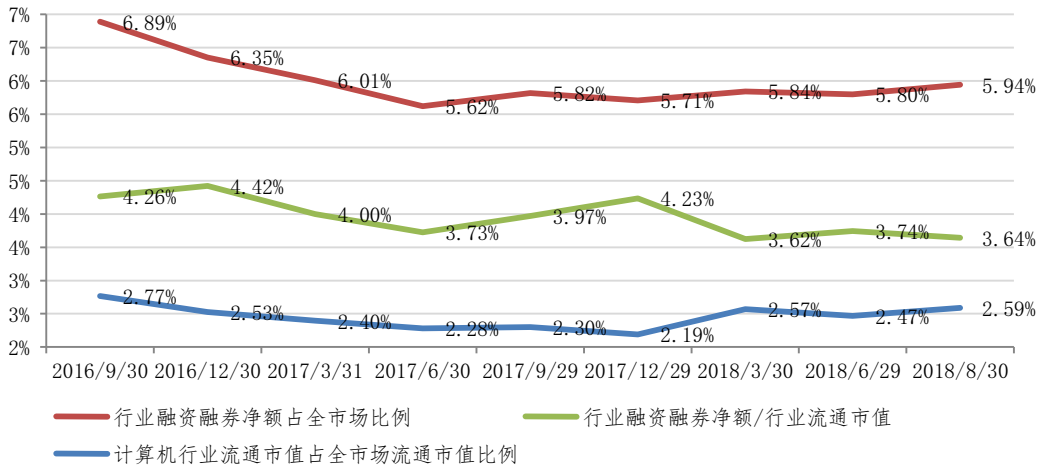
两融余额跟随市场下滑，计算机得到增配。截止 2018 年 8 月 31 日，计算机行业（申万）的融资融券净额约为 447.31 亿元，而近 8 个季度基本保持一个整体回落的态势，目前行业融资融券净额位于最近 2 年的最低点。全市场的融资融券净额为 7,529.68 亿元，计算机行业融资融券净额占全市场的比例为 5.94%，为最近 5 个季度以来的最高值，出现了一定的触底反弹迹象。而 2018 年 8 月 31 日，计算机行业融资融券净额（融资额减去融券额）占行业流通市值的比例为 3.64%，位于最近 8 个季度以来的低位。从上述数据我们可以推理出，虽然计算机行业因为受到整体市场环境低迷的影响，整体融资融券净额出现明显下滑，但是市场资金依然表现出了相对更强的配置计算机行业相关标的的意愿，计算机行业的融资融券净额占全市场的比例出现了良好的提高趋势。

图 35：计算机行业（申万）与全市场融资融券净额（2016.09-2018.08）



资料来源：Wind，长城证券研究所

图 36：计算机行业（申万）融资融券净额占全市场比例等数据（2016.09-2018.08）



资料来源：Wind，长城证券研究所

9. 概念分化严重，去 IOE 热点持续

概念板块分化严重，去 IOE 概念出现跨年度行情。2018 年前 8 个月，主要的计算机概念指数大部分收跌，仅去 IOE 指数实现正收益，上涨 2.54%，排名第 1，排名前 5 的概念指数分别为去 IOE、操作系统国产化、国产软硬件升级、网络安全和云计算；而排名垫底的 5 个指数为虚拟现实、3D 打印、智能电视、安防监控和智能家居，其中虚拟现实和 3D 打印指数在前 8 个月的跌幅甚至超过了 30%。其中去 IOE 概念在 2017 年全年的涨幅同样位于第 3 名，强势特征持续，而大数据和网络安全概念在 2017 年全年跌幅靠前，今年抗跌性提升；而智能家居板块在 2017 年全年涨幅第一，但是今年整体表现欠佳，跌幅第 6。

表 7：计算机概念板块市场表现一览（2018 年 1 月 1 日至 8 月 31 日）

2018 年前 8 个月涨幅前五名				2018 年前 8 个月跌幅前五名			
Wind 代码	板块名称	涨幅	2017 年涨幅	Wind 代码	板块名称	涨幅	2017 年涨幅
884169.WI	去 IOE	2.54%	-3.66%	884202.WI	虚拟现实	-31.45%	-14.46%
884987.WI	操作系统国产化	-0.86%	-25.25%	884119.WI	3D 打印	-30.71%	-7.01%
8841013.WI	国产软硬件	-9.34%	-	884137.WI	智能电视	-29.67%	-19.18%
884133.WI	网络安全	-9.61%	-22.34%	884162.WI	智能汽车	-29.61%	-14.58%
884091.WI	云计算	-9.92%	-14.01%	884110.WI	安防监控	-29.36%	-24.64%

资料来源：wind，长城证券研究所

表 8：去 IOE 概念板块市场表现一览（2017 年 1 月 1 日至 2018 年 8 月 31 日）

Wind 代码	板块名称	2017 年涨幅	2018 年涨幅	流通市值（亿元）
600536.SH	中国软件	-30.99%	76.87%	144.41
600588.SH	用友网络	2.33%	72.13%	529.53
000977.SZ	浪潮信息	2.55%	31.67%	336.88
603019.SH	中科曙光	45.11%	30.42%	336.82
600756.SH	浪潮软件	-22.52%	8.62%	62.26
002279.SZ	久其软件	-21.80%	-9.34%	66.14
002049.SZ	紫光国微	45.97%	-9.38%	263.66
000066.SZ	中国长城	-41.40%	-10.92%	189.09
000938.SZ	紫光股份	25.72%	-12.24%	656.65
002396.SZ	星网锐捷	10.18%	-14.11%	107.38
600718.SH	东软集团	-24.94%	-17.22%	149.74
300302.SZ	同有科技	-48.01%	-20.68%	38.48
600797.SH	浙大网新	-34.17%	-22.46%	96.24
000063.SZ	中兴通讯	127.96%	-47.50%	656.16

资料来源：wind，长城证券研究所

强者恒强特征明显。细看去 IOE 板块中的 14 个标的，今年有 5 家公司出现上涨，最大涨幅为**中国软件**（600536），2018 年涨幅达到 76.87%，跟随其后的**用友软件**（600588）年内涨幅也达到了 72.13%，此外用友软件也是板块内唯一三家实现连续两年股价均上涨的公司，强者恒强特征明显。而从连续两年涨幅稳定性来看，去 IOE 概念板块里的**中科曙光**（603019）无疑是强中更强，2017 年全年涨幅 45.11%，2018 年涨幅 30.42%，出现了

跨年度的大涨行情。**中兴通讯**（000063）因为受到美国贸易战的影响，今年跌幅在去 IOE 板块里靠前，达到-47.50%。

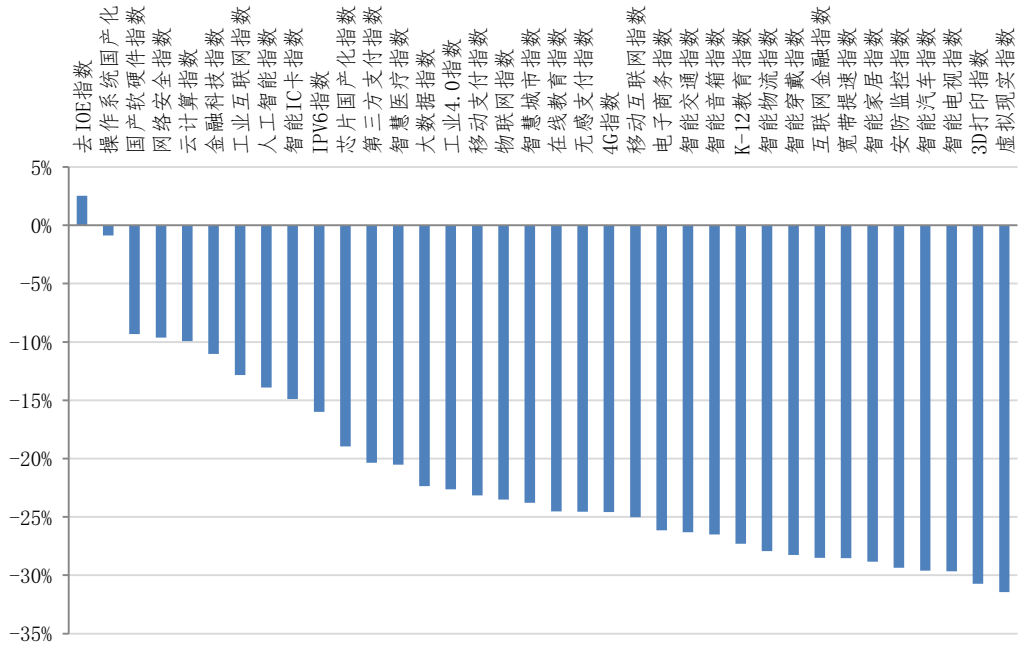
虚拟现实概念板块里的标的多数为传媒、电子行业，板块中计算机行业公司 2018 年跌幅靠前的是**联络互动**（002280）、**华力创通**（300045）以及**川大智胜**（002553）等，2018 年分别下跌了 33.94%、31.33%和 29.65%，并且 2017 年同样出现了明显的下跌；而**宝信软件**（600845）是板块里唯一出现连续两年上涨的公司，是整体大幅暴跌的虚拟现实板块里的一股清风。

表 9：虚拟现实概念板块的计算机行业公司的市场表现一览（2017.1.1-2018.8.31）

Wind 代码	板块名称	2017 年涨幅	2018 年涨幅	流通市值（亿元）
002280.SZ	联络互动	-44.95%	-33.94%	110.16
300045.SZ	华力创通	-15.15%	-31.33%	47.48
002253.SZ	川大智胜	-17.51%	-29.65%	32.29
300020.SZ	银江股份	-25.59%	-29.37%	53.91
300264.SZ	佳创视讯	-24.34%	-28.50%	23.63
300079.SZ	数码科技	-40.90%	-15.68%	50.75
300496.SZ	中科创达	-38.03%	-12.01%	114.47
600845.SH	宝信软件	5.92%	31.95%	157.80

资料来源：wind，长城证券研究所

图 37：计算机概念板块涨幅排名（2017.12.31-2018.08.31）



资料来源：Wind，长城证券研究所

涨有涨的原因，跌有跌的道理。去 IOE（自主可控）、操作系统国产化以及国产软硬件升级板块，随着今年中美贸易摩擦加剧和双方加税对峙的逐步升级，相关板块受到市场追捧，站在计算机行业角度，我国自主可控产品日臻成熟且成长空间较大，未来有望进入发展快车道；云计算板块，受益于行业上市公司中报业绩的兑现、云端客户数的快速增

长、海外龙头树立标杆等因素影响，云计算在市场的关注度不断提升，多家公司前 8 个月涨幅喜人；网络安全板块，作为工业互联网、自主可控、云计算等细分领域发展中不可或缺的重要部分受到国家高度重视，全国网络安全和信息化工作会议顺利召开，七位政治局常委悉数出席也显示出了领导层对网络安全的重视程度，网络安全板块有望持续获得关注。反观前 8 个月跌幅较大的板块，多数属于前期市场热捧，但是行业自身的进展并不顺利的概念板块。例如虚拟现实板块，由于虚拟现实技术目前面临诸多难点，例如硬件计算、解码、渲染芯片技术处理速度和能力不足，互联网数据传输速度慢和延时长，落地体验以及完善的商业产品基础不成熟，导致虚拟现实技术商业化步伐变慢，此前预期的远程医疗、教学、金融等方面都没有特别成功的虚拟现实产品落地，仅在游戏产业有一些比较成功的例子。而虚拟现实行业的领头企业 facebook，也从虚拟现实往计算机视觉为基础的增强现实转型，更多应用 3D 建模、场景重建和增强相关技术。

10. 行业估值位于历史中位数下方，整体估值合理

10.1 市盈率（PE）相对较高，市场寄予厚望

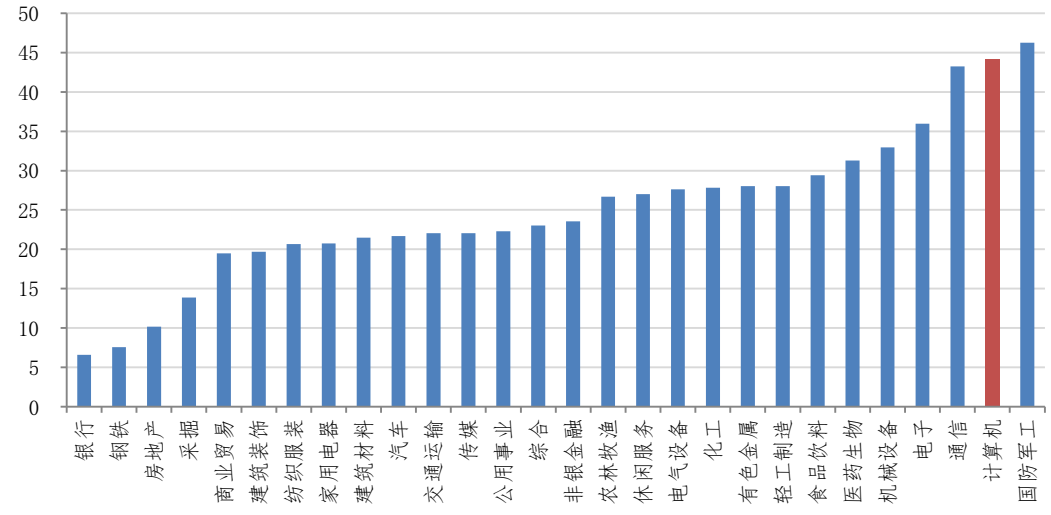
截止 2018 年 8 月 31 日，计算机行业（申万）的整体市盈率 PE（TTM）为 47.75 倍，基本位于 2000 年至今的行业整体市盈率 PE（TTM）的中位数 48.75 附近，整体估值合理。

图 38：计算机行业（申万）历史整体市盈率 PE（TTM）（2010.01-2018.08，周频）

资料来源：Wind，长城证券研究所

截止 2018 年 8 月 31 日，与全市场 28 个申万一级行业进行比较，202 家计算机行业（申万）公司的市盈率 PE（TTM）中位数 44.14 位于一级行业的相对较高位置，市场依然给予了计算机行业相对较高的估值水平，也显示出市场对于计算机行业较高的期望值。

图 39：28 个申万一级行业的市盈率 PE（TTM）中位数排名（2018H1）



资料来源：Wind，长城证券研究所

10.2 市净率（PB）、市销率（PS）持续走低，靠近历史底部区域

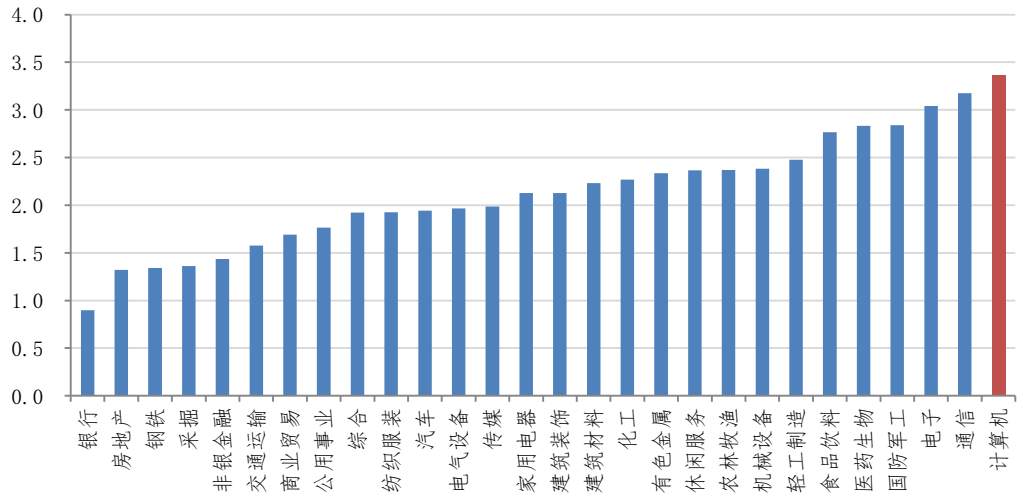
截止 2018 年 8 月 31 日，计算机行业（申万）的整体市净率 PB 为 3.11 倍，位于 2000 年至今的行业整体市净率 PB 的中位数 4.24 的下方，接近历史底部水平。

图 40：计算机行业（申万）历史整体市净率 PB（2010.01-2018.08，周频）

资料来源：Wind，长城证券研究所

截止 2018 年 8 月 31 日，与全市场 28 个申万一级行业进行比较，202 家计算机行业（申万）公司的市净率 PB 中位数 3.37 位于一级行业中的相对较高位置。

图 41：28 个申万一级行业的市净率 PB 中位数排名（2018H1）



资料来源：Wind，长城证券研究所

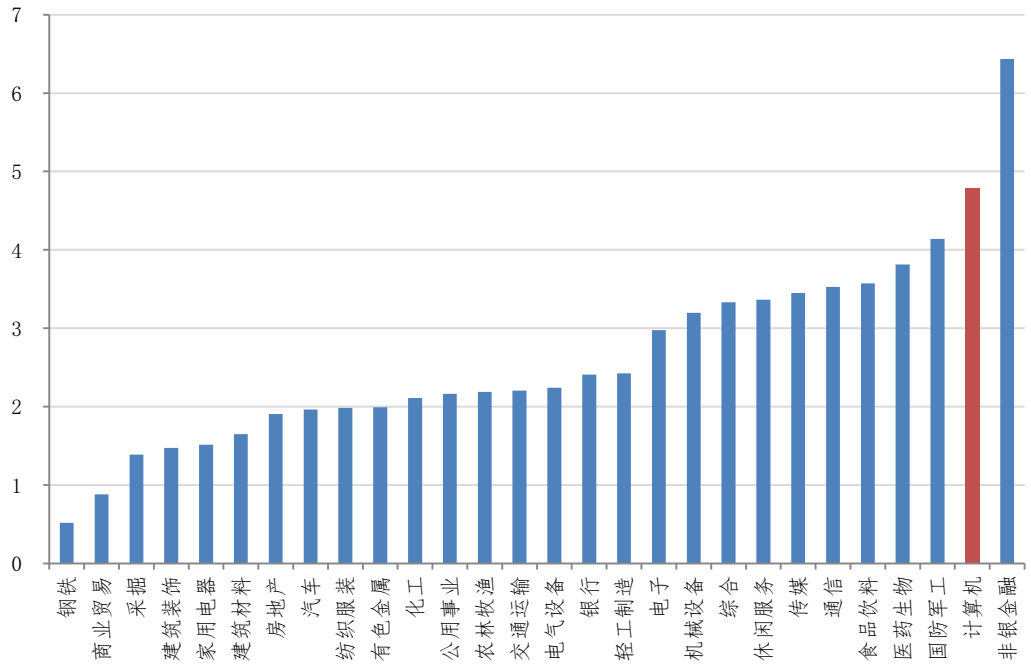
截止 2018 年 8 月 31 日，计算机行业（申万）的整体市净率 PS 为 3.19 倍，位于 2004 年至今的行业整体市销率 PS 的中位数 4.39 的下方，同样接近历史底部水平。

图 42：计算机行业（申万）历史整体市销率 PS（2014.01-2018.08，周频）

资料来源：Wind，长城证券研究所

截止 2018 年 8 月 31 日，与全市场 28 个申万一级行业进行比较，202 家计算机行业（申万）公司的市销率 PS 中位数 4.79 位于一级行业中的相对较高水平。

图 43：28 个申万一级行业的市销率 PS 中位数排名（2018H1）



资料来源：Wind，长城证券研究所

综合比较计算机行业（申万）与自身历史以及当前其他行业的 PE、PB、PS 等多个常用估值指标，我们发现计算机行业的三项指标均已低于自身历史上的中位数，接近行业自身的历史底部水平。由于计算机行业本身的轻资产、低存货、高毛利等特性，使得计算机行业自身的 PB、PS 等指标与其他申万一级行业相比显得偏高，但是一定程度上具有其合理性，当前时点来看，依然具有较高的配置价值。

11. 把握行业景气度向好，未来增长确定性高的核心标的，“于无声处听惊雷”

根据前文分析，我们发现软件开发行业的 ROE 表现明显强于行业整体以及其他两个二级行业，其值已接近最近 5 年的高位水平，在 2018 年的抗跌性更为突出，我们建议后续**关注软件开发二级行业的标的。**此外受整体宏观政策和货币环境的影响，2018 年上市公司财务费用压力明显增加，我们**建议关注资产负债率相对较低的轻资产公司**，其在未来较为漫长的货币资金收紧的大趋势下，可能更容易在市场竞争环境中轻装上阵，降低利息等财务支出带来的对利润的吞噬，以获得更好的盈利能力。随着 2015-2016 年上市公司并购标的的对赌期到期，面对行业逐步降温的定增、并购热潮，我们建议**对商誉占净资产比例过高的公司多一份谨慎**，尤其需特别关注其并购标的业绩下滑所带来的潜在商誉计提风险。

2018 年计算机行业内不少上市公司股价出现了明显的下跌，虽然计算机行业的整体减持压力依然增加，但是我们依然**建议对股东出现增持、上市公司回购积极、低位推出员工持股计划的上市公司给予一定的关注，尤其对其中一些业绩存在边际改善、资产负债结构良好、商誉计提风险可控、盈利质量未明显恶化的公司给予重点关注。此外，从交易层面可以关注成交换手活跃、近期走势强于行业整体、股价位于长期低位的公司，尤其对公募基金积极建仓的标的建议保持密切关注。**

2019 年 5 月将出现行业的集中解禁，需密切关注相关公司（如深信服、紫光股份等）的**股价承压能力以及对行业整体造成的资金压力和情绪传导**，此外对于 2019 年底前解禁股份占流通股份比例较大的公司，同样需关注相关股东与上市公司的关联关系以及未来是否将做出不减持承诺，这些可能会对标的公司的未来股价产生重大影响。

面对 2018 年计算机行业内板块走势的极度分化、去 IOE 概念的跨年度走强以及公募基金对于前二十大重仓股的大面积抱团、对相关公司未来盈利预期的一致乐观估计，**我们预计市场未来将会在相当长一段时间内延续当前这种强者恒强的格局，建议顺应国家政策引导，立足当下，重点布局如云计算、自主可控、大数据、网络安全及可视化、金融 IT 信息化等多个领域的龙头公司，把握行业景气度向好、业绩增长确定性高的核心标的，以时间换空间，等待计算机行业的全面崛起。**

国家领导人多次重点强调核心技术自主创新的重要性，彰显我国发展自主可控行业的决心。近期自主可控大单加速落地，自主可控行业已开始迎来爆发！我们核心推荐 CEC 集团自主可控计算的重要载体、深度参与历届自主可控项目的**中国长城（000066）**。

网络可视行业受流量爆发、监管加强、渗透率提升、产品升级替换需求等因素带动，行业高速增长。赛迪顾问预计 2018 年我国网络可视化市场规模将达到约 200 亿元，16-18 年 CAGR 达到 20.75%。未来随着流量的高速增长、上层应用的不断丰富、网络安全需求的进一步提升，网络可视化行业将持续高增长，建议关注行业第一梯队的**中新赛克（002912）、恒为科技（603496）**。

目前我国人力成本普遍提升，大大激发了企业节约成本、提升运行效率的需求，推动我国 SaaS 企业软件的市场规模近 3 年保持了 40%左右的高速增长。8 月 10 日，工信部印发《推动企业上云实施指南（2018-2020 年）》，继《深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》之后，再次彰显国家对“企业上云”的高度重视。基于云渗透率加速提升，我们建议关注首家阿里云企业服务铂金级合作伙伴**天源迪科（300047）**，其同时也受

益于公安预算近年的高速增长以及地市级跨警种融合平台市场的正式获准打开；医联体、云 HIS 建设进程加快，我们重点推荐受益医疗信息化行业趋势、传统医疗 IT 业务高速增长、医疗创新业务逐步腾飞的**创业软件（300451）**。

随着国内各项金融监管政策的不断落地和实施、大数据、人工智能、区块链技术的应用推广以及互联网浪潮的持续推动，各类金融机构纷纷拥抱科技，提高业务运营和内部管理效率，个性化开发需求不断走高，《资管新规》的落地执行改变了资产管理市场的固有生态，催生了一系列新的业务模式和系统刚性需求，相关公司将在未来 3 年内直接受益。我们核心推荐直接受益于《资管新规》的托管估值软件细分龙头**赢时胜（300377）**。

此外，我们依然继续推荐新零售自助终端业务爆发、新品推出获得零售巨头关注、业绩增速逐季上升的**新北洋（002376）**以及转型跨行业智慧物联网平台商、智慧社矫管理平台销售大超市场预期的**浩云科技（300448）**。

表 10：重点推荐标的盈利预测一览（截至 2018 年 8 月 31 日收盘）

子行业	代码	公司简称	总市值（亿元）	净利润（亿元）			PE			商誉资产（亿元）
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
零售技术	002376.SZ	新 北 洋	104.72	2.86	4.11	5.50	36.6	25.5	19.0	3.57
自主可控	000066.SZ	中国长城	189.09	7.43	12.91	17.05	25.4	14.6	11.1	0.23
智慧司法	300448.SZ	浩云科技	40.53	1.11	1.52	2.51	36.5	26.7	16.1	0.47
云计算	300047.SZ	天源迪科	53.68	1.56	2.31	3.06	34.4	23.2	17.5	6.54
网络可视化	002912.SZ	中新赛克	104.24	1.32	2.10	3.17	79.0	49.6	32.9	0.00
网络可视化	603496.SH	恒为科技	32.03	0.75	0.98	1.28	42.7	32.7	25.0	0.00
金融 IT	300377.SZ	赢时胜	106.68	2.08	2.75	3.83	51.3	38.8	27.9	0.02
医疗信息化	300451.SZ	创业软件	80.37	1.63	2.12	2.60	49.3	37.9	30.9	11.08

资料来源：上市公司定期报告，长城证券研究所整理

11.1 新北洋（002376）——业绩增速逐季上升，推出智能零售终端新爆款

投资建议：公司 2018H1 收入实现高速增长，Q2 利润增速较 Q1 进一步提升，新零售行业产品作为纯增量业务已开始发力，持续看好公司“零售+金融+物流”创新业务的发展。公司已正式进军新零售，率先在自助售货、自助取货等相关产品解决方案和技术上实现突破，抢占先发优势地位，已与电商、知名快消品企业及零售运营商等多个目标客户建立了业务联系，并成功与部分客户达成了战略合作关系，零售自提柜、智能微超、智能柜等产品已逐步实现销售，成为创新业务中新的爆点。预计公司 2018-2020 年分别实现营业收入 28.76 亿元、37.72 亿元和 47.04 亿元，实现净利润 4.11 亿元、5.50 亿元和 7.02 亿元，EPS 分别为 0.62 元、0.83 元和 1.05 元，公司业务布局空间大且未来业绩持续高增长的确定性较强，维持“强烈推荐”评级。

业绩符合预期，呈逐季上升趋势。公司业绩符合预期，处于业绩预告区间中部，利润增速较 2018Q1 进一步加快。公司业绩快速增长的主要原因是新零售行业系列产品销售爆发贡献增量，物流、金融等行业产品销售稳定增长。报告期内，公司新零售、物流、金融等创新业务收入占比达到 73.71%，占比进一步提升，公司的二次创业已取得巨大突破。由于毛利率较低的新零售、物流业务占比提升而导致毛利率略有下降。费用方面，公司

销售费用率为 7.70%，同比上升 0.97 个百分点，主要系公司推进全国化市场战略以及新产品的快速销售所致；管理费用率为 17.21%，同比下降 2.64 个百分点，主要系公司收入规模增长快于人员增长所致；财务费用率为 0.79%，同比下降 1.12 个百分点，上半年定增募集资金到位，缓解资金压力。此外，公司经营活动产生的现金流量净额为-76.87 万元，同比大幅下降主要系物流、新零售行业等产品生产备料、采购材料货款增加所致。公司在半年报中预告，1-9 月归属于上市公司股东的净利润变动区间为盈利 2.30 亿元至 3.07 亿元，增长 20%至 60%，区间中位数为增长 40%，利润增速有望逐季上升。

智能微超实现多场景投放，零售自提柜后再出爆款。继零售自提柜之后，公司近日提出了“智能微超”整体解决方案，其提供的以智能微超为主的系列产品，能够实现全品类商品的售卖服务，使终端客户享有等同于小（微）型超市的购物体验，已在机场、高校、便利店、知名厂企等多场景投放。在外观上，新北洋智能微超由五大部分组成，包括超大尺寸透明视窗、触摸显示屏、支付窗口（二维码扫描、银行卡读卡器等）、出货口、摄像头。对比蛇形货道饮料机、弹簧螺旋货道机等为主的传统自助售货机产品，智能微超解决了货道难以调节、故障率高、购物体验差、智能化程度低等痛点，既能保留传统自助售货机原始灵活便捷的特点，又能突破传统自助售货机的经营限制，为商家带来更加丰富的 SKU 以及低维护成本。公司率先在自助售货、自助取货等相关产品解决方案和技术上实现突破，抢占先发优势地位，已与电商、知名快消品企业及零售运营商等多个目标客户建立了业务联系，并成功与部分客户达成了战略合作关系，多款产品已逐步实现销售，业务持续高增长可期。

我国自动售货机市场需求旺盛而存量极低，打开千亿市场空间。与日本对比，日本的无人售货机是全球公认最完善的国家，2016 年在日本共有 494 万台自助售货机，大约每 26 人就拥有一台，实现销售额折合人民币约 2,930 亿元。而在中国，截至 2017 年底自助售货机数量仅约为 23 万台，其中主要是友宝、上海米源等第三方运营商进行运营，电商、品牌商运营的自助售货机数量较少。新零售背景下越来越多的零售商注重线下零售场景的争夺，自动售货机作为便捷的线下零售入口，保有量的增长迎来爆发。若按照中国自动售货机市场两倍于日本计算，中国则可容纳 1000 万台以上自动售货机，保守假设平均每台自动售货机售价为 2 万元，对应 2000 亿市场空间。

物流行业产品实现持续高增长，金融行业产品下半年值得期待。报告期内，物流行业产品销售增速维持高位，智能快件柜、便携式面单打印机、计泡机、分拣设备等信息化、自动化产品快速推广；金融行业产品销售增速较为缓慢，CIS、票据扫描仪、清分机、硬币类自助设备等表现较为平稳，智慧柜员机票据模块等产品销售量出现一定下降，但智慧柜员机产品核心模块技术壁垒高筑，目前试点范围已进一步扩大，考虑到银行客户一般集中于下半年进行招标采购，下半年增量订单有望逐步落地。

风险提示：客户开标数量和招标进度或不及预期的风险；新零售、金融、物流行业领域的新产品培育进度或不及预期的风险。

11.2 中国长城（000066）——军改拖累中报业绩，自助可控硬件龙头崛起在即

投资建议：公司业绩符合预期，业绩出现下滑的主要原因是收入、利润贡献占比最高的高新电子业务受部队机构改革的影响，业绩明显下滑。目前客户机构改革影响已开始逐

步消除，订单以及相关研究工作开始恢复，业绩大概率回归常态。公司背靠 CEC 集团构建完整自主可控生态，产业链联动优势突出，此外将入股天津飞腾，国产 CPU 性能领先，自主知识产权优势凸显。随着各业务板块的融合发展，公司有望成为我国自主可控行业的领军企业。2018 年以来，国家领导人多次重点强调核心技术自主创新的重要性。在中美贸易摩擦背景下，国家发展自主可控行业的决心坚定，行业市场有望快速打开。考虑减持金融资产与固定资产处置带来的投资收益，预计公司 2018-2020 年分别实现营业收入 114.93 亿元、141.96 亿元和 176.39 亿元，实现净利润 12.91 亿元、17.05 亿元和 22.62 亿元，EPS 分别为 0.44 元、0.58 元和 0.77 元，维持“强烈推荐”评级。

业绩符合预期，军改影响公司上半年业绩。公司业绩符合市场预期，业绩出现下滑的主要原因是高新电子业务作为公司收入占比最高且毛利率最高的业务，由于受部队持续实施机构改革的影响，2017 年 H2 招标进程不及预期，从而拖累 2018 年 H1 业绩，高新电子业务收入同比下滑 14.70%，毛利率下滑 8.23 个百分点。报告期内，公司负责高新电子业务的三大子公司——中原电子、圣非凡、湘计海盾的净利润均出现明显下降，但随着客户机构改革影响的逐步消除，订单以及相关研究工作已开始恢复，业绩大概率回归常态。报告期内，公司已在军事通信新市场领域取得突破，连续签订多个订货合同，顺利进入电子对抗、北斗产品等新兴业务领域；重点科研任务进展顺利，军事通信、海洋信息安全、军用显示等多个项目按期通过机关评审；加快海洋信息化业务发展，通过集中攻关，多个重点任务取得阶段性关键成果。

经营性现金流大幅改善，毛利率有望回升。报告期内，受高新电子业务拖累以及市场竞争环境的影响，公司毛利率为 17.38%，同比下降 4.47 个百分点，随着下半年中原电子等子公司订单的陆续结算，毛利率将得到改善。此外，公司经营活动产生的现金流量净额得到明显改善，报告期内为-2.61 亿元，较上年同期增加 5.61 亿元，主要系回款增加及支付税费减少所致。报告期内，公司财务费用率保持稳定，销售费用率、管理费用率略有上升，主要系收入略有下降以及持续加大自主可控、高新电子研发投入所致。

中国长城背靠 CEC 集团构建完整自主可控生态，硬件龙头地位稳固。历经与长城信息的重组，中国长城重新定位于 CEC 集团自主可控计算的重要载体，军民融合的信息安全重要平台，面向军队国防、国家关键领域及重要行业的自主可控网络安全和信息化关键基础设施及解决方案提供商、服务运营商。CEC 集团是国内领先的自主可控软硬件产品及信息安全服务提供者，是唯一一家拥有从芯片、操作系统、中间件、数据库、安全产品到应用系统的自主可控全产业链企业，拥有自主可控产业链联动和生态支撑的独特优势。中国长城背靠 CEC 集团，联合生态、协同发展，自主可控硬件龙头地位稳固。

中国长城将入股天津飞腾，国产 CPU 性能领先，自主知识产权优势凸显。2017 年 3 月 17 日，公司公告称与华大半导体有限公司签署了《关于转让天津飞腾信息技术有限公司 13.54%股权之股权转让框架协议》，就收购华大半导体所持有的天津飞腾信息技术有限公司 13.54%股权事宜双方达成初步意向。目前上述事项正加速推进，公司已在深交所投资互动平台上表示“竭力加快推进该次股权收购事项”、“未来各方将加大协商力度，尽快确定交易标的价格从而尽早完成交易”。飞腾对产品不断研发迭代，目前飞腾+麒麟的 PK 体系在部分行业应用系统已经实现了对 Windows+Intel 的 Wintel 体系的替代，在前几个批次的国家自主可控招标中占据可观份额。公司有望凭借对飞腾的股权收购，进入自主可控核心硬件领域，打造 “核心硬件+基础硬件”的完整硬件生态，增强竞争力。此外，CEC 集团通过旗下二级子公司振华集团以及华大半导体合计持有天津飞腾 35%的股权，超越其第一大股东国家超级计算天津中心的持股比例。

自主可控行业受到国家高度支持，公司加大研发深度布局。2018 年以来，国家领导人多次重点强调核心技术自主创新的重要性，8 月初国家科技领导小组成立，国务院总理李克强任组长，在近期的全体会议上再度强调推动科技创新，体现了国家重视科技发展的强大决心。2018 年，自主可控 PC、服务器等相关招标启动速度明显加快。在中美贸易摩擦的背景下， 核心技术自主创新的重要性尤为凸显。目前自主可控行业相关软硬件产品已达到或超越“可用”阶段，有望进入快速发展期。报告期内，公司重视自主可控产品在政府、军工等大型行业的应用拓展，持续加大研发投入，公司收入虽略有下降，但研发投入达 2.53 亿元，同比增长 7.44%。2018 年 H1，公司自主可控业务加速发展，基于飞腾平台的终端和服务器产品在国家某重点国产化替代项目中占有率均为第一；实施“点亮工程”，在金融、医疗等多个关键行业成功实现基于 PK 架构产品的软件适配迁移；全力构建应用生态，与百度等行业信息化知名企业协作，打造基于自主可控的人工智能、政务云等平台和解决方案。基于飞腾平台的终端和服务器产品性能保持领先，服务器架构设计能力、软件开发能力、产品工程化能力均得到有效提升。

风险提示：自主可控技术研发进程不及预期的风险；自主可控政策扶持与 市场招标落地速度不及预期的风险；军工业务或存在周期性波动。

11.3 浩云科技（300448）——物联网战略加速推进，泛安防布局引爆成长

投资建议：公司业绩符合预期，接近预告区间上线。公司作为金融安防管理软件龙头，战略聚焦“IOT+IM”，转型智慧物联网平台商，在司法、平安城市、金融等行业快速取得突破，订单爆发式增长。公司凭借十余年深耕金融安防领域的市场和经验技术积累，自 2012 年开始研发智慧物联网管理平台，现已迭代至 4.0 产品，实现与边缘层物联网数据的对接，并通过云端智能分析达到智慧安全、智慧管理的目的。智慧物联网管理平台的跨行业快速拓展，显著带动公司收入增长，以及研发效率、实施效率和毛利率的提升，公司业绩进入爆发期。公司股权激励员工覆盖率已达约 30%，2018H1 实控人大额增持公司股票彰显发展信心。预测公司 2018-2020 年分别实现营业收入 7.06 亿元、9.54 亿元和 11.78 亿元，分别实现净利润 1.52 亿元、2.51 亿元和 3.29 亿元，摊薄 EPS 分别为 0.37 元、0.61 元和 0.81 元，维持“强烈推荐”评级。

业绩接近预告区间上限，聚焦三大板块实现持续高增长。公司业绩符合预期，接近业绩预告区间上线。报告期内公司战略聚焦的金融业务、司法业务和公共安全业务收入分别较上年同期增加 24.61%、30.67%和 110.79%，主营业务实现持续快速增长。此外，由于季节性因素影响，公司其他行业业务收入仅约 461 万元，较去年同期明显减少，一定程度上拖累整体收入增速。公司毛利率同比下降 4.55 个百分点，主要系上半年业务结构同比发生改变所致。据公司以往财务数据，公司上半年收入仅约占全年收入的 1/3，大部分业务于四季度进行结算，定期报告产生季节性波动属正常现象。

经营性现金流大幅增长，费用率持续改善。报告期内，公司经营活动产生的现金流量净额为-4508.30 万元 同比增长 45.33%，主要系本期销售回款较上年同期增加所致。，同时，公司费用增速显著低于收入增速，销售和研发效率持续提高：报告期内，销售费用为 2,843.57 万元，较上年同期增长 11.53%，而销售费用率同比下降 0.61 个百分点；管理费用为 4,999.32 万元，较上年同期增长 9.12%，而管理费用率同比下降 1.58 个百分点。此

外，报告期内公司财务费用为-19.54 万元，较上年同期下降 127.45%，主要系较上年同期，本期银行借款减少，利息支出减少，及本期利息收入增加所致。

润安科技深耕智慧司法行业，有望迎来业绩爆发期。公司智慧司法控股子公司润安科技 2018H1 实现收入约 1634 万元，同比增长 30.67%，业务实现稳定增长。润安科技成立于 1994 年，20 余年深耕智慧司法行业，主打智慧社区矫正人员管理平台和智慧监狱解决方案两大产品，除超宽频无线定位技术（UWB）能够实现 10cm 误差范围内的精度，达到了行业领先水平外，还可实现云计算架构的综合业务应用平台、完善可靠的安防系统、决策指挥，以智能感知、互联互通、协同共享为建设理念，可实现各类资源协同共享。司法部“十三五”规划中明确提出建设数字化监狱，以及建设涵盖监狱、戒毒、社区矫正、安置帮教等四类业务的执法管理平台。未来随着国家法治化建设进程的不断推进，司法领域将迎来更多的技术更新和系统改造，司法安防市场空间将迎来新一轮的增长，润安科技有望充分受益，迎来业绩爆发期。

平安城市订单持续突破，异地拓展值得期待。公司自 2015 年 7 月中标重庆市渝北区公安视频大数据服务项目后，2017 年又相继取得平安城市订单的突破：公司 2017 年 11 月 16 日公告称，与北京市公安局通州分局签署了《北京市通州区公共安全视频监控建设联网应用项目（第一包）合同书》，合同金额约为 8560.61 万元；2017 年 12 月 26 日公告称，与辛集市政府经友好协商签订了《智慧城市战略合作框架协议》，公司已于 2018 年 4 月在辛集市设立全资子公司，项目进一步推进。经过多年积淀，公司已正式由金融安防向平安城市进军，智慧渝北项目已成为标杆案例，模式得到快速复制，在 2018H1 实现收入 2459 万元，增速达 110.79%，贡献显著增量业绩，未来发展值得期待。

公司重视研发，新兴技术储备充分。2017 年 11 月，上市公司设立孙公司湖南久视智能科技有限公司，持股比例 60%。公司通过久视智能与国防科技大学、汕头大学博士科研团队展开深度合作，同时整合内部研发资源从事深度学习等人工智能算法研究，开展人员多场景检测、异常人脸识别、人体姿态识别、3D 行为分析、车辆视频结构化等尖端计算视觉技术研发以及物联网操控类语音语义专项技术攻关，不断增强公司的技术优势并进而提升公司产品及服务质量，同时也为公司向相关行业和领域拓展延伸做了技术沉淀。公司的研发效率较高，目前已将相关部分技术应用于项目中，取得良好的市场推广。

股权激励已覆盖员工 30%，实控人大额增持彰显发展信心。公司于 2018 年 6 月授予 188 名激励对象共 1,561.4619 万股限制性股票和 12 名激励对象共 100.816 万份股票期权，公司三期股权激励合计授予权益占公司总股本的 7.33%。公司自 2015 年上市以来，先后推出三期股权激励计划授予权益的激励对象超 400 人，覆盖公司及子公司高管、中层管理人员和核心业务（技术）骨干人员，约占公司总人数的 30%。公司司的大面积股权激励计划有望增强业绩释放的动力。同时，公司实际控制人茅庆江先生已于上半年累计增持了 988,118 股公司股份，占总股本的 0.242%，增持金额为 2,004.50 万元。实控人的大额增持彰显对公司未来发展的信心。

风险提示：物联网业务拓展不及预期；平安城市拓展不及预期；智慧司法新产品落地进程不及预期；金融安防竞争加剧。

11.4 天源迪科（300047）——软件收入爆发，云业务加速成长

投资建议：公司业绩符合预期，处于业绩预告区间中部。运营商、公安、金融、大型行业等上云业务多点开花，主营收入实现高速增长。公司携手合作伙伴共建生态圈，与华为、腾讯在警务云大数据领域紧密合作，与阿里云在大型企业 IT 云化和人工智能应用领域紧密合作，建立行业应用样板点，搭建产品化推广、标准化实施和专业化服务的体系，以咨询+应用+服务的模式推动合作生态的快速复制，已成功建立在云计算细分领域的卡位优势，有望充分受益于由云计算、大数据的发展带来的行业变革，业务进入高速成长期。预测公司 2018-2020 年分别实现营业收入 37.19 亿元、46.36 亿元和 57.72 亿元，分别实现净利润 2.31 亿元、3.06 亿元和 3.99 亿元，摊薄 EPS 分别为 0.58 元、0.77 元和 1.00 元，维持“强烈推荐”评级。

业绩符合预期，主营收入高速增长。公司业绩符合预期，处于业绩预告区间中部。其中，软件、服务及运营收入 393,870,251.48 元，较去年同期 增长 72.58%，运营商、公安、金融、大型行业等业务多点开花。为更好的针对公司主营业务进行业绩分析，我们去除毛利率较低的金华威网络分销业务和新并表的维恩贝特，公司 2018H1 实现营业收入 3.24 亿元，同比增长 38.71%，归母净利润为 659.97 万元，同比实现扭亏为盈。费用方面，公司销售费用率与财务费用率与去年同期基本持平，管理费用率为 13.94%，同比增长 1.98 个百分点，主要系维恩贝特并表和研究费用增加所致。报告期内，公司收入快速增长，现金流也得到部分改善，盈利能力快速提高。

公安大数据业务持续异地拓展，优势区域开始加速落地。报告期内公司的政府业务同比增长 34.55%，实现持续高增长。在公共安全领域，公司聚焦自主研发的公安大数据警务云平台解决方案、交通大数据解决方案和出入境管理解决方案，充分利用在二十五年公安行业实战经验积累，采取“业务咨询+顶层设计+解决方案+落地服务”的业务模式，建设大数据处理及监控平台，提升海量数据查询、统计、比对等交叉计算能力。公司于 2015 年在深圳开始试点到 2016 年的局部落地，2017 年新增 9 家客户，再到 2018 年上半年公司继续新增昌都、连云港、咸丰、岳阳等地市客户，已经历超过三年的积累，与华为、腾讯建立紧密合作关系，业务步入加速拓展阶段。随着十九大提出对公安体制机制信息化手段和大数据效能提升的要求，公司有望在江苏、湖北、浙江、广东、上海等优势地区取得进一步市场拓展，业务持续高增长可期。

金融业务高速增长，协同效应显著。报告期内，公司金融业务实现收入 1.52 亿元，同比增长 238.12%，若扣除维恩贝特并表带来的增长，金融业务实现收入 6047.54 万元，同比增长 34.63%。公司金融业务持续高增长，与维恩贝特协同效应突出。报告期内，公司的“聚合支付”、“消费金融”、“人工智能反洗钱”等研发投入和产品积累已见成效，利用大数据进行智能风控和智能摧收的业务运营情况良好。维恩贝特补强天源迪科在银行业的技术与市场实力，有助于实现大数据、移动互联网等新业务在银行市场的突破，金融业务持续增长可期。

“企业上云”受政策高度重视，与阿里合作跨越式发展可期。8 月 10 日，工信部印发《推动企业上云实施指南（2018-2020 年）》，统筹协调企业上云工作,组织制定完善企业上云效果评价等相关标准，指导各地工业和信息化主管部门、第三方机构等协同开展工作。继《深化“互联网+先进制造业” 发展工业互联网的指导意见》之后，工信部再次下发“企业上云”相关推动政策，彰显国家对“企业上云”的高度重视。《指南》的立足点在于培养企业自主上云的意识和积极性，指出力求到 2020 年，全国新增上云企业 100 万家，形成典型标杆应用案例 100 个以上。在政策支持的背景下，公司近期获得首家阿里云企业服务铂金合作伙伴授权，核心合作伙伴地位进一步升级。公司已与阿里云在电信运营商、交通、

能源、航空等行业展开诸多合作，随着合作的深入与云计算渗透率的提高，预计公司未来还将在已有行业和其他大型行业取得突破，企业上云业务迎来高速增长期。

风险提示：大数据业务推广进度低于预期；行业云推广进展低于预期。

11.5 中新赛克（002912）——研发与市场齐发力，业绩可持续高增长

投资建议：得益于数据流量持续增长、协议和通信制式升级、国家对信息安全高度重视、政府采购力度加大等宏观因素以及公司在研发、产品、市场等方面取得的良好成效，上半年公司业绩高速增长，实现归母净利 6,209.54 万元，同比增长 73.11%，超过中报预告区间中值 65%，扣非后归母净利同比增长 92.46%，利润增速超出市场预期。未来，宽带网产品方面，公司去年 12 月中标的中国电信侧配套工程项目 5 亿元订单将直接增厚 2018 年下半年和 2019 年业绩；移动网产品将继续受益 4G 制式替代需求，且公司开始基于宽频无线信号态势感知产品的研发，看好移动网产品未来持续高增长；网络内容安全产品和大数据运营产品已经具备相当的竞争力，随着国内外拓展初具成效，成长空间巨大。我们预计公司 2018-2020 年将实现营业收入 7.3 亿元、11.1 亿元、16.3 亿元，实现归母净利 2.1 亿元、3.2 亿元、4.8 亿元，对应 EPS 分别为 2.0 元、3.0 元、4.5 元，维持“强烈推荐”评级。

持续加大研发和市场拓展力度，业绩高速增长：报告期内，公司继续加大市场拓展力度，销售和服务团队人员规模增加 27%，进一步加深了行业、区域覆盖和合作伙伴建设。同时，公司持续投入新产品的预研和开发，上半年研发投入达到 7455.3 万元，较去年同期增长 45.89%，研发投入占营业收入比达到 28.14%，研发人员人数达到 561 人，占总人数的 57.36%。得益于数据流量持续增长、协议和通信制式升级、国家对信息安全高度重视、政府采购力度加大等宏观因素以及公司在研发、产品、市场等方面取得的良好成效，上半年公司业绩高速增长，实现营业总收入 2.65 亿元，同比增长 61.37%；实现归母净利 6209.54 万元，同比增长 73.11%；上半年综合毛利率 80.50%，较去年同期 80.66%基本持平。

宽带网产品收入与毛利率双升：上半年，公司宽带网产品在多维度流量分类核心技术方面不断取得进展，下一代硬件平台的性能得到新一步提升，丰富了新平台单板类型，解决方案的竞争力得到进一步加强，继续保持在技术和市场上的领先地位。受益于网络可视化行业的高速增长，公司上半年实现宽带网产品收入 1.31 亿元，同比增长 29.06%，由于报告期内毛利率较高的高密度板卡销售占比增加，带动宽带网产品毛利率较去年同期提升 2.10 个 pct 达到 86.48%。目前公司在手订单充足，去年 12 月以第一中标人身份中标的中国电信侧配套工程项目 5 亿元（含税）订单，预计将逐步实现销售，直接增厚 2018 年下半年和 2019 年业绩。

移动网产品同比大增 75%，积极投入新产品研发：上半年公司继续加大移动网产品直销渠道建设并取得良好成果，实现移动网产品收入 1.00 亿元，同比大幅增长 74.62%，由于移动网产品市场竞争加剧，产品毛利率较去年同期下降 4.33 个 pct 为 73.57%。报告期内，公司移动网产品在频段以及制式覆盖全面性方面进行了升级完善，极大满足了市场需求，进一步提升公司产品的竞争优势，在这一轮移动网产品 4G 制式替代的密集期中充分受益。

此外，报告期内，公司开始基于宽频无线信号态势感知产品的研发，提供更全面的电磁空间安全解决方案，看好公司移动网产品未来的持续高增长。

网络内容安全与大数据运营产品成长空间巨大：上半年公司网络内容安全产品部分海外项目实施完成，网络内容安全产品实现收入 2722.16 万元，同比大幅增长 2900.34%；大数据运营产品实现收入 126.87 万元，同比增长 30.22%。目前来看，公司网络内容安全产品和大数据运营产品已经具备相当的竞争力，报告期内，公司对网络内容安全产品进行升级优化，对原有反电信诈骗系统也进行了技术升级改造；大数据方面，公司成立了数据分析及人工智能团队，研发了大数据态势感知、多数据源及数据类型治理等产品，在相关政府部门实现了一定规模的应用。随着国内外拓展初具成效，网络内容安全与大数据运营产品的成长空间巨大。

风险提示：公司新增订单情况不及预期的风险；网络可视化行业增速不及预期的风险；公司产品毛利率下降的风险；公司新产品研发效果不及预期的风险；公司大数据业务拓展不及预期的风险。

11.6 恒为科技（603496）——业绩超预期，网络可视化业务高速增长

投资建议：公司作为行业领先的网络可视化基础架构供应商，报告期内充分受益行业高速增长，上半年网络可视化领域营业收入同比大幅增长 63.85%，带动总体营业收入同比增长 52.94%。此外，报告期内，公司持续加大投入国产自主可控方向，产品在多个重要客户逐步得到认可，未来成长可期。看好公司未来网络可视化基础架构业务、嵌入式与融合计算业务的持续增长。我们预计公司 2018-2020 年将实现营业收入 4.52 亿元、6.19 亿元、8.55 亿元，实现归母净利 0.98 亿元、1.28 亿元、1.67 亿元，对应 EPS 分别为 0.70 元、0.91 元、1.17 元，维持“强烈推荐”评级。

业绩超预期，网络可视化业务同比大增 63.85%：公司上半年网络可视化领域营业收入同比大幅增长 63.85%，带动总体营业收入同比增长 52.94%；扣除因限制性股票激励计划而计提的股份支付费用（298.2 万元）影响，上半年归母净利同比增速达到 45%，业绩超出预期，增速强劲。公司作为行业领先的网络可视化基础架构供应商，报告期内充分受益行业高速增长，主要解决方案和产品继续保持竞争优势，市场地位得到进一步加强。嵌入式与融合计算产品上半年收入同比增长 21.33%，报告期内，公司持续加大投入国产自主可控方向，产品在多个重要客户逐步得到认可，未来成长可期。看好公司未来网络可视化基础架构业务、嵌入式与融合计算业务的持续增长。毛利率方面，得益于产品创新和成本控制力度，公司网络可视化基础架构业务的毛利率保持稳定，受销售产品结构变化等因素影响，公司总体毛利率为 53.62%，较去年同期下降 3.69 个 pct。

持续加大研发和市场投入：公司继续将资源集中在“微笑曲线”高附加值的研发和市场两端。上半年研发投入达到 3666.8 万元，较去年同期增长 39.9%，研发投入占营业收入比例达到 16.78%，研发人数达到 211 人，占公司总人数比例达到 62.98%，公司募投项目进展良好，在新一代网络可视化基础架构、国产自主可控嵌入式平台、融合计算平台等方向上均投入研发了一系列产品和解决方案，为未来发展打下良好基础。市场方面，公司进一步加大销售渠道建设，加强与客户的联系与合作，上半年销售费用为 598.26 万元，较去年同期增长 52.85%，销售费用率为 2.74%，与去年同期持平。管理费用受研发投入

加大以及因实施员工限制性股票激励计划而计提的股份支付影响，同比增长 40.97%，管理费用率为 25.37%，较去年同期下降 2.16 个 pct。

风险提示：公司新增订单情况不及预期的风险；公司自主可控领域布局成效不及预期的风险；网络可视化行业增速不及预期的风险；公司产品毛利率下降的风险。

11.7 创业软件（300451）——传统、创新业务齐发展，医疗信息化赛道加速前进

投资建议：公当前国家“互联网+医疗健康”相关政策纷纷出台，利用信息技术大力推动我国居民就医、健康服务已迫在眉睫，公司作为医疗信息化行业内领先公司，产品基本涵盖整个医疗结构的所有业务系统，包括省市区县乡镇各级卫健委、医院、疾控、卫生监督、妇幼保健等医疗机构，将在此轮行业爆发中充分受益。根据中国政府采购网、千里马招标网的公开信息，公司仅上半年就签订近 3 亿元订单，大单数量也有明显增加，医疗信息化由于行业周期性订单多集中于下半年确定，全年增长有望实现巨大突破。此外，公司目前推出的各类创新产品也已逐步落地，针对医疗机构、公共区域卫生两大板块均有示范项目，产品体系的不断丰富将使公司直接受益，进一步打开未来增长空间。预计公司 2018-2020 年分别实现营业收入 14.43 亿元、17.79 亿元和 22.02 亿元，实现净利润 2.12 亿元、2.60 亿元和 3.21 亿元，EPS 分别为 0.44 元、0.54 元和 0.66 元。

医疗信息化政策频出，公司有望充分受益行业发展。公司自成立伊始就专注医疗信息化，深耕行业 20 年，已开发出针对医疗卫生机构、公共区域 卫生等领域的八大系列共计 200 多个自主研发产品，营销网络遍及全国 20 多个省、自治区、直辖市，服务客户 6,000 余家。公司医疗卫生信息化应用软件收入由 2015 年的 3.05 亿元增长至 2017 年的 5.22 亿元，年复合增长率 30.82%。今年先后发布的《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》、《关于深入开展“互联网+医疗健康”便民惠民活动的通知》都对二、三级医院、公共卫生的信息化建设给出了 2020 年明确的时间节点。时间节点的推出将进一步倒逼医疗卫生机构建立、加强自身信息化建设。而现阶段的医疗信息化建设难度越来越大，需求也逐步复杂化，中小型企业已无法满足更高层次的要求。公司作为医疗信息化行业领军企业，将凭借自身多年的经验、市场积累优势以及丰富完善的产品线体系在此轮高速增长充分受益，进一步扩大自身的市场份额和客户群体。

在手订单充足，业绩增长明确。医疗信息化行业受多重推动影响，行业高速增长，作为行业内领军企业，根据中国政府采购网、千里马招标网的公开信息，公司在 2018 年上半年共中标 52 单，订单金额总计 2.76 亿元，1,000 万元以上的订单就有 7 单，其中医院信息化订单总额 1.55 亿元，占比 56%，区域卫生信息化订单总额 1.21 亿元，占比 44%。公司凭借其在区域卫生信息平台中的丰富经验积累，仅 5 月、6 月就连续中标湖北、深圳、内蒙古、甘肃、浙江、上海、江苏、北京等地各类信息化建设项目，充分体现了公司在区域信息化建设中的绝对龙头位置。由于医疗信息化行业具有明显的周期性，订单多集中于下半年，上半年订单的高速增长也为公司全年业绩增长奠定了强有力的基调。

创新业务逐渐成熟，打开未来增长空间。公司通过外延式扩张方式收购美诺泰科、杭州卓腾，控股梅清数码，新设了医康数据，进一步扩展和完善了公司业务布局，丰富了产品体系。目前公司的创新业务已逐步成熟，面向公共区域卫生，中山区域卫生 PPP 项目目前已完成主体架构，将于今年内验收完成，此外，公司通过“南京市浦口区区域卫生大

数据项目”及“桐乡市区域卫生大数据项目”等项目已建立起人口健康大数据中心样板城市；面向医疗机构，福建医科大学附属协和医院“医疗大数据挖掘分析平台”也在三个科室中落地，金山医院互联网医院、江苏省中医院互联网医院等也已全面开通。大数据、互联网医院等创新业务的逐步落地即将打开公司新的增长空间。

风险提示：业务发展不及预期的风险；行业政策与市场招标落地速度不及预期的风险；商誉存在减值风险。

11.8 赢时胜（300377）——《资管新规》如沐春风，Fintech 助力转型

投资建议：受益于国内经济发展、居民收入提高和理财观念增强，我国资产管理规模突破 100 万亿大关，各类资产管理机构数量快速增加。公司作为资产管理和托管估值行业软件的龙头，控费用，促效能，重研发，当前金融严监管的大环境下，金融机构产生大量资产管理和托管估值系统刚性需求，公司迎来历史性发展机遇。此外，公司高屋建瓴，打造 Fintech 盈利新引擎，从单一软件提供商转型综合运营服务商，成效斐然。考虑到公司所在行业需求的刚性和成长性、公司的绝对龙头地位以及 Fintech 布局带来的巨大潜在空间，我们看好公司未来业绩的强劲增长。预计公司 2018-2020 年分别实现营业收入 8.24 亿元、11.91 亿元和 16.24 亿元，实现净利润 2.75 亿元、3.83 亿元和 5.31 亿元，EPS 分别为 0.37 元、0.52 元和 0.72 元。

营收利润持续快速增长，符合预期。2018 年上半年，公司加大市场开拓力度，积极拓展新领域、新客户，金融机构客户的销售合同规模稳步上升。2018 年上半年，公司实现营业收入 3.07 亿元，同比增长 56.8%，实现归母净利润 7,569 万元，同比增长 51.1%，实现扣非后归母净利润 6,973 万元，同比增长 39.9%。归母净利润同比增长 51.1%位于公司 2018 年半年报业绩预测增长区间 40-60%的中枢略上方，符合预期

社保基金二季度创纪录增持，多家机构布局未来历史性发展机遇：2018 年半年报数据显示，全国社保基金五零二组合新进买入约 1,258 万股，占流通股比例约为 2.94%，位列流通股第四大股东，**该持股数量也刷新了公司上市至今社保基金对公司的持股数量最高值。**此外，WIND 数据也显示目前持有公司流通股数量超过 400 万股的公募基金数量达到了 5 家，持股集中度也超越了历史最高水平，从一个侧面也显示出了社保、公募等机构投资者对公司在《资管新规》颁布、执行中所面临的历史性发展机遇的高度认可和乐观预期。**“把握当下，志在千里”。**

经营性净现金流出现明显改善，供应链金融风险控制效果明显：公司 2018 年上半年经营性净现金流为-1.33 亿元，同比改善 9,117 万元，其中上海赢量经营性现金流同比增加了约 8,443 万元，供应链金融风险控制效果明显。目前公司的供应链业务和保理业务的客户群体主要为 A 股上市公司及其核心供应商、新三板上市企业及国家级农业龙头企业，且各企业均提供了相应的抵押、质押和担保措施，信用风险可控。

减税政策利好公司未来发展，上调 2018-2020 年公司盈利预期：2018 年 7 月 23 日，国务院总理李克强召开国务院常务会议，“将企业研发费用加计扣除比例提高到 75%的政策由科技型中小企业扩大至所有企业。”减税政策将会促使公司积极进行研发投入，进一步完善产品线，提升市场竞争力。由于公司不满足科技型中小型企业标准（例如公司职工人

数超过500人等），属于此次减税政策受益对象，未来公司研发费用加计扣除比例将由50%提高到 75%。鉴于公司历年均采取对研发支出全部费用化的谨慎会计处理，我们预测，公司2018-2020年研发费用约为2.95亿元、4.27亿元、5.82亿元，假设按照2017年公司的综合所得税率约9%计算，**2018-2020年将给公司新增净利润664万元、961万元和1,310万元至2.75亿元、3.83亿元和5.31亿元。**

风险提示：政策推进速度不及预期；竞争加剧，业务拓展不及预期；供应链金融客户信用风险加剧。

研究员承诺

周伟佳：计算机行业首席分析师，CFA 会员，ACCA 资深会员，悉尼大学商科硕士，曾就职于华为技术、阿尔卡特朗讯、招商证券、大成基金等公司，2014 年加入长城证券金融研究所。

杨　烨：计算机行业研究员，清华大学计算机软件学士，中山大学 MBA，CFA level III CANDIDATE，曾就职于深圳发展银行、腾讯科技、平安证券、财富证券等公司，2018 年加入长城证券金融研究所。

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日 起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，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，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、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邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编：518034　传真：86-755-83516207
北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044　传真：86-10-88366686
上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126　传真：021-31829681
网址：http://www.cgws.com

长城证券 GREAT WALL SECURITIES