

业绩增速放缓，政策助推 AI 发展进入快车道

——计算机行业 2018 年三季度报综述

分析师：王洪磊

SAC NO: S1150516070001

2018 年 11 月 6 日

证券分析师

王洪磊
022-28451975
wanghl@bhzq.com

投资要点：

● 1) 业绩方面

2018 年前三季度，行业营收及利润情况表现一般，业绩增速有所放缓。从毛利率及净利率水平看，2018 年前三季度毛利率和净利率与去年同期相比均出现小幅下滑，分别为 37.28% 和 7.81%，整体仍处于合理区间。从费用情况看，期间费用率较去年同期相比小幅上涨 0.88 个百分点至 29.89%，整体看行业期间费用管控良好。从营运及现金流情况看，应收账款周转率略微下降，仍需关注坏账风险。经营性现金流净额与营业收入的比值小幅上涨，但现金流所带来的经营压力仍不可忽视，尤其是在宏观环境去杠杆压力较大，外部环境不确定性较高的前提下，以政府支付、大型央企、国有企业支付为代表的项目型公司可能会面临较大的资金回款压力。

● 2) 机构持仓方面

2018 年三季度，以基金和基金管理公司为代表的机构投资者对计算机行业的持仓市值占其股票总持仓的 4.87%，与上季度的 5.16% 相比略微下滑。自 2018 年以来，伴随着国家密集出台鼓励科技创新的政策，加之云计算等板块业绩增长确定性较高，市场对计算机板块的偏好提升，三季度受中美经贸摩擦和宏观经济增速下滑影响，基金持仓比例有所下滑。在宏观经济形势变化不大的情况下，我们预计下季度机构持仓仍然稳中有降。

● 3) 估值方面

目前，计算机行业（中信）估值（整体法，TTM）为 42.2 倍，相对于沪深 300 的估值溢价率为 290.74%，估值接近于 2014 年以来的估值区间底部。目前机构资金持仓占比较去年同期相比略有下滑，持仓量依然处于历史低位。虽然行业估值在 2016 年以来已经明显回调，但考虑到行业并表效应边际递减、业绩承诺不及预期、商誉减值等潜在问题，预计市场对行业的估值预期仍将继续走低，因此行业短期内估值水平仍偏高，仍存回调空间。

● 4) 投资建议方面

10 月 31 日下午，中共中央政治局就人工智能发展现状和趋势举行第九次集体学习。习近平总书记在主持学习时强调要深刻认识加快发展新一代人工智能的重大意义，促进其同教育、医疗卫生、体育、住房、交通、助残养老、家政服务、社会治理等领域的深度融合应用，推动我国新一代人工智能健康发展。我们认为，无论从政策层面还是从产业层面看，人工智能都将是引领新一轮科技革命和产业变革的战略性技术，正在对经济发展、社会进步、国际政治经济格局等方面产生重大而深远的影响，人工智能产业链的投资机会将极为广阔，建议投资者重点关注有关关键技术卡位能力的公司。综上，我们

子行业评级

软件	中性
硬件	中性
IT 服务	中性

重点品种推荐

深信服	增持
恒华科技	增持
浪潮信息	增持
用友网络	增持

看好人工智能核心标的的投资机会，股票池推荐：深信服（300454）、恒华科技（300365）、浪潮信息（000977）、用友网络（600588）。

目 录

1. 2018 年三季度业绩增速放缓.....	5
1.1 营收及利润增速放缓，行业内分化明显.....	5
1.2 净利率小幅下滑，期间费用管控良好.....	6
1.3 营运及现金流情况基本稳定.....	7
2. 从业人数持续增长，为行业发展带来后续动力.....	9
3. 机构持仓占比小幅回落，但估值仍存调整空间.....	9
3.1 板块机构持仓略有下滑.....	9
3.2 估值仍存调整空间.....	10
4. 投资策略.....	12

图 目 录

图 1: 2015-2018 年三季度计算机行业营收增速	5
图 2: 2015-2018 年三季度计算机行业归母净利润增速	5
图 3: 2018Q3 行业内营收增速区间	6
图 4: 2018Q3 行业内归母净利润增速区间	6
图 5: 2015-2018Q3 计算机行业毛利率	6
图 6: 2015-2018Q3 计算机行业净利率	6
图 7: 2015-2018Q3 计算机行业期间费用率情况	7
图 8: 2015-2018Q3 计算机及子行业销售费用率	7
图 9: 2015-2018Q3 计算机及子行业管理费用率	7
图 10: 2015-2018 年 Q3 计算机行业应收账款周转率	8
图 11: 2015-2018 年 Q3 计算机行业经营现金流净额/营业收入	8
图 12: 2015-2018Q3 计算机预收账款及增速	8
图 13: 2013Q3-2018Q3 计算机行业员工数量情况	9
图 14: 2013Q3-2018Q3 计算机行业员工薪酬情况	9
图 15: 2013Q1-2018Q3 计算机行业基金持仓比重	10
图 16: 计算机行业估值及估值溢价率	10
图 17: 计算机行业 2014 年以来估值区间	11

表 目 录

表 1: 2018 年三季度计算机板块业绩增速	5
表 1: 表格标题 1	错误! 未定义书签。
表 2: 表格标题 2	错误! 未定义书签。

1. 2018 年三季度报业绩增速放缓

1.1 营收及利润增速放缓，行业内分化明显

从 2018 年前三季度情况来看，行业整体业绩表现一般，核心财务指标营业收入、营业利润和归母净利润增速中位数分别为 15.40%、9.54%和 10.65%，相比于去年同期 17.84%、21.50%和 11.19%的增速均有所下降。与 2018 年上半年相比，营收增速与上半年 15.37%的增速基本持平，而营业利润增速和归母净利润增速与上半年 16.17%、11.05%的增速相比分别下滑了 6.63 和 0.4 个百分点。

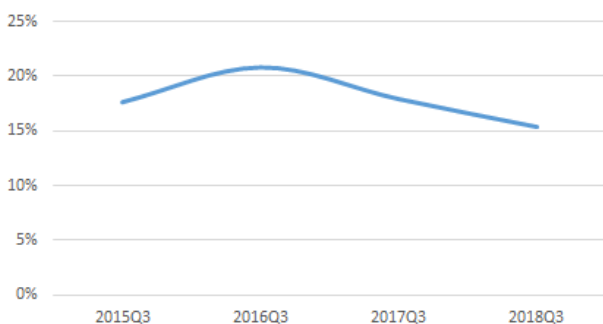
表 1: 2018 年三季度计算机板块业绩增速

板块名称	营业收入同比增长率(%)	营业利润同比增长率(%)	归母净利润同比增长率(%)
全部 A 股	12.72	11.71	10.64
沪深 300	12.75	11.25	9.80
中小企业板	13.71	11.63	10.25
创业板	15.39	11.25	10.75
BH 计算机	15.40	9.54	10.65

资料来源: Wind 渤海证券

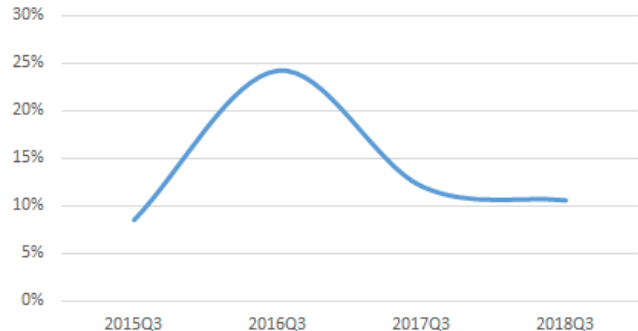
2018 年前三季度，行业营收增速与 2017 年前三季度 17.84%的增速相比小幅下滑 2.44 个百分点至 15.40%。归母净利润增速与 2017 年前三季度 11.19%的增速相比基本持平，为 10.65%，整体业绩表现相对平稳，盈利能力整体稳健。

图 1: 2015-2018 年三季度计算机行业营收增速



资料来源: wind 渤海证券

图 2: 2015-2018 年三季度计算机行业归母净利润增速

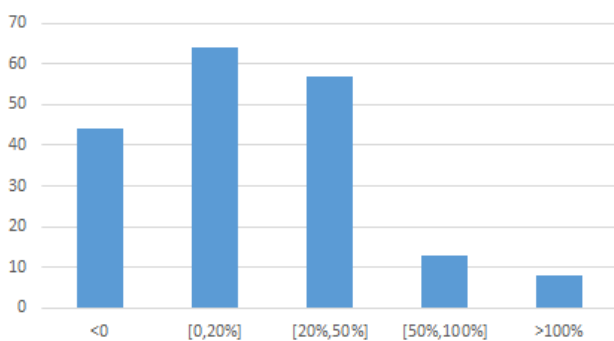


资料来源: wind 渤海证券

从行业内公司营收及归母净利润增速区间统计情况看，归母净利润增速的区间分布更为分散。1) **营收增速**。行业内营收增速超过 50%的公司从 2017 年前三季度的 23 家下降到 2018 年前三季度的 21 家; 营收出现负增长的公司数量从 2017

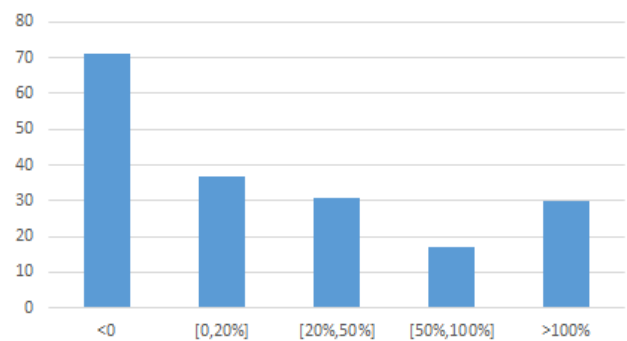
年前三季度的 34 家上升到 2018 年前三季度的 44 家；营收增速落在[0,20%]和 [20%,50%]区间内的公司数量分别为 64 家和 57 家，比 2017 年前三季度分别增加了 11 家和 7 家。2) **归母净利润增速**。行业内归母净利润增速超过 50%的公司数量从 2017 年前三季度的 32 家上升到 2018 年前三季度的 47 家；归母净利润出现负增长的公司数量从 2017 年前三季度的 59 家上升到 2018 年前三季度的 71 家，归母净利润增速落在[0,20%]和[20%,50%]区间内的公司数量分别为 37 家和 31 家，比 2017 年前三季度分别升高了 5 家和降低了 6 家。从营收和归母净利润增速区间情况看，行业内公司依旧呈现两极分化格局。

图 3: 2018Q3 行业内营收增速区间



资料来源: wind 渤海证券

图 4: 2018Q3 行业内归母净利润增速区间

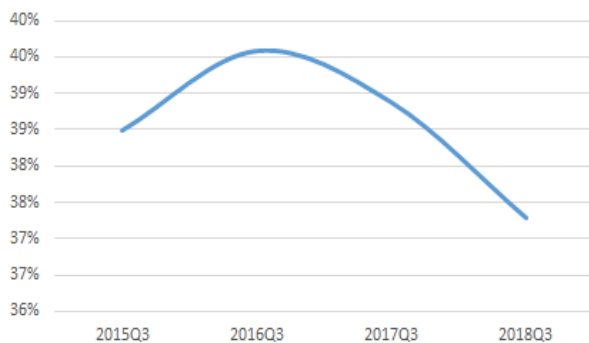


资料来源: wind 渤海证券

1.2 净利率小幅下滑，期间费用管控良好

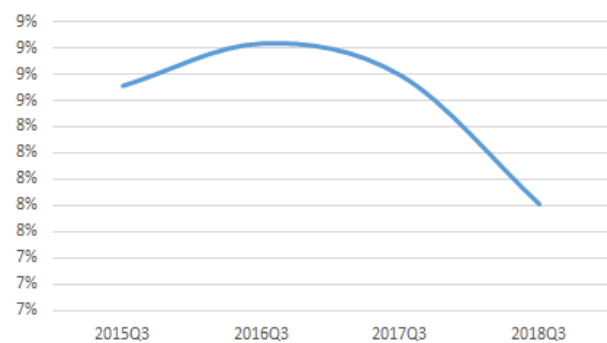
从毛利率和净利率情况看，2018 年前三季度行业整体毛利率较去年同期下滑 1.59 个百分点至 37.28%，行业整体净利率较去年同期下滑 0.99 个百分点至 7.81%，行业毛利率、净利率与 2017 年同期相比略微下降。

图 5: 2015-2018Q3 计算机行业毛利率



资料来源: wind 渤海证券

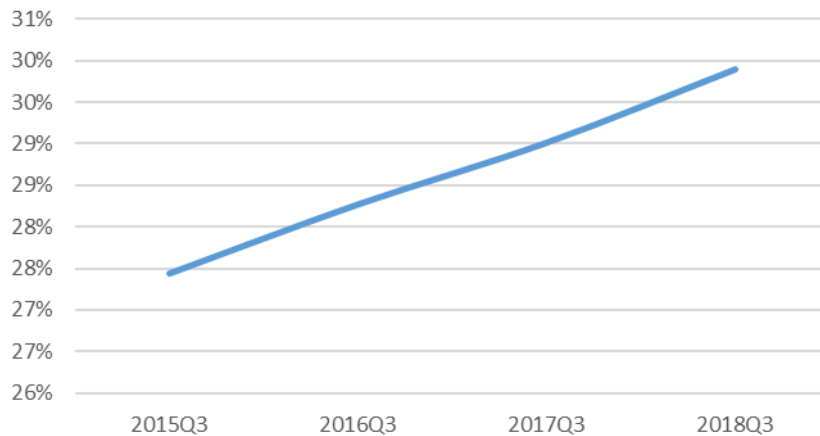
图 6: 2015-2018Q3 计算机行业净利率



资料来源: wind 渤海证券

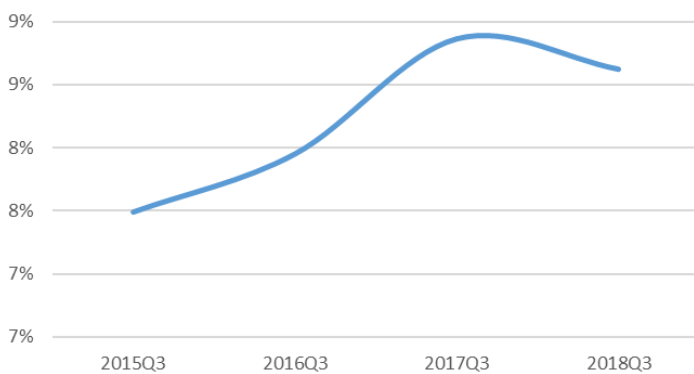
率较 2017 年同期小幅上涨 0.88 个百分点至 29.89%。其中，销售费用率小幅下降 0.24 个百分点至 8.62%，管理费用率（还原科目变动影响）小幅上涨 0.24 个百分点至 19.71%。管理费用率的提升主要系人员工资提升、研发投入增加等因素所致。

图 7：2015-2018Q3 计算机行业期间费用率情况



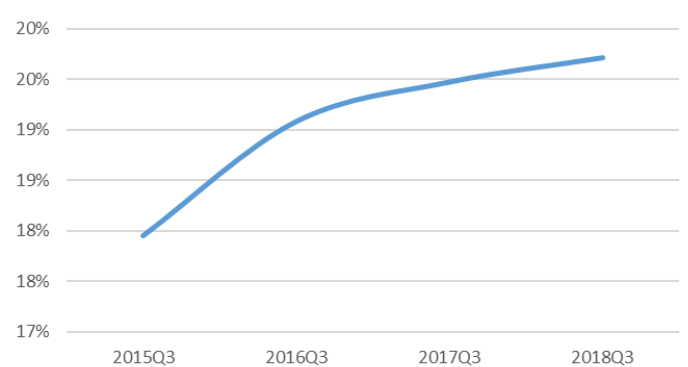
资料来源：wind 渤海证券

图 8：2015-2018Q3 计算机及子行业销售费用率



资料来源：wind 渤海证券

图 9：2015-2018Q3 计算机及子行业管理费用率



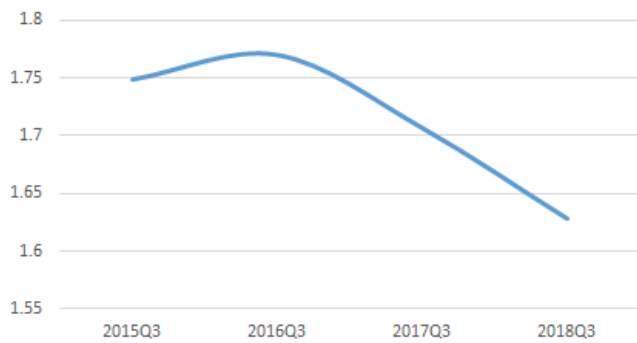
资料来源：wind 渤海证券

1.3 营运及现金流情况基本稳定

2018 年前三季度，计算机行业应收账款周转率较上年有所下降，由去年同期的 1.71% 下降到 1.63%，下降了 0.08 个百分点，仍需关注坏账风险。经营性现金流量净额/营业收入方面，2018 年前三季度经营性现金流量净额/营业收入小幅上升 1.22 个百分点至 -14.79%，降幅有所减缓，但现金流所带来的经营压力仍不可忽

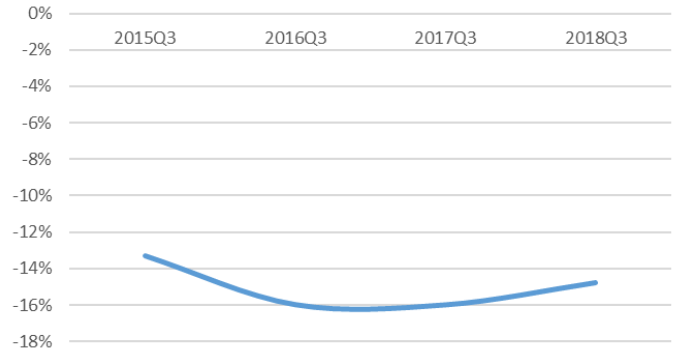
视，尤其是在宏观环境去杠杆压力较大，外部环境不确定性较高的前提下，以政府支付、大型央企、国有企业支付为代表的项目型公司可能会面临较大的资金回款压力。

图 10: 2015-2018 年 Q3 计算机行业应收账款周转率



资料来源: wind 渤海证券

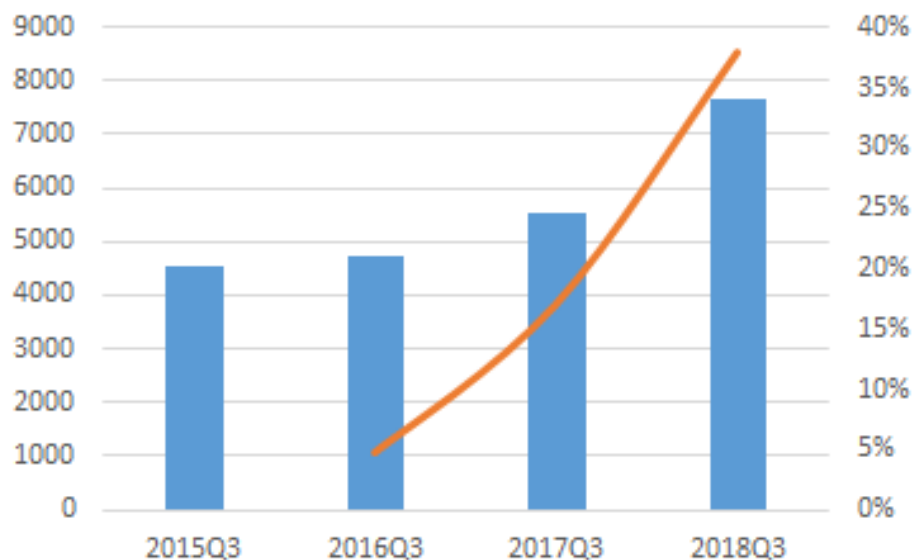
图 11: 2015-2018 年 Q3 计算机行业经营现金流净额/营业收入



资料来源: wind 渤海证券

从行业的预收账款情况看，2018 年前三季度行业预收账款中位数为 7657.49 万元，同比增长 37.94%，与 2017 年同期增速相比呈上升趋势。我们认为，预收账款增速大幅上升，预收账款的变动主要有以下两方面的原因：1) 下游需求旺盛，下游订单增加带来的预付款增加所致；2) 业务模式转变。云服务模式云订阅费用一次性计入预收账款后按月计入收入，云服务模式占比提升带动预收账款提升。

图 12: 2015-2018Q3 计算机预收账款及增速

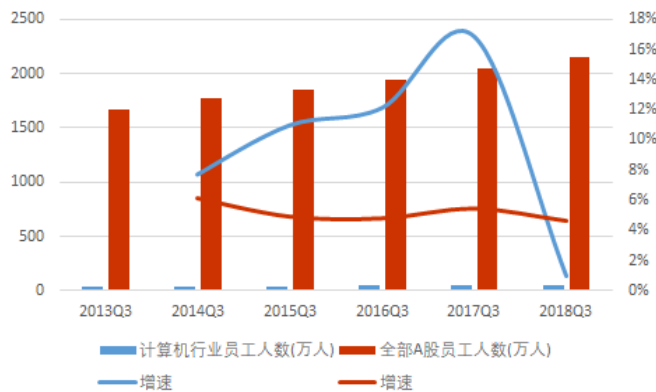


资料来源: wind 渤海证券

2. 从业人数持续增长，为行业发展带来后续动力

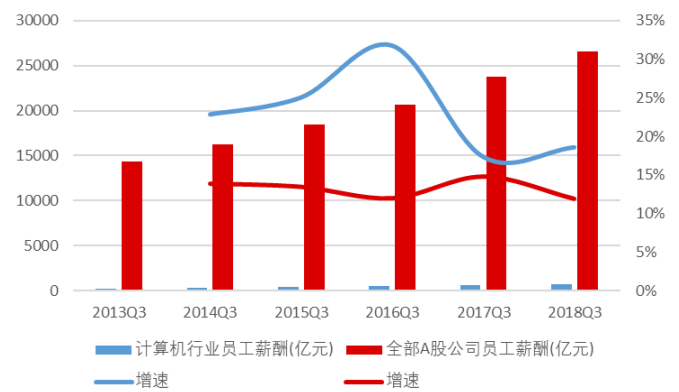
从上市公司雇佣的员工数量来看，我们选取的 187 家上市公司在 2018 年第三季度的员工总数为 54.73 万人，同比增长 0.95%，低于同期全部 A 股公司员工增速 4.87 个百分点，而在此前几年计算机行业上市公司的员工增速都要高于 A 股公司的员工增速。以支付给职工以及为职工支付的现金为代表的员工薪酬情况看，2018 年上半年计算机行业支付给职工以及为职工支付的现金总和为 693.73 亿元，同比增长 18.59%。计算机行业员工薪酬增速呈上升趋势，并且与全部 A 股公司员工的薪酬增速差距加大，计算机行业人力成本上升依旧明显。

图 13: 2013Q3-2018Q3 计算机行业员工数量情况



资料来源: wind 渤海证券

图 14: 2013Q3-2018Q3 计算机行业员工薪酬情况



资料来源: wind 渤海证券

3. 机构持仓占比小幅回落，但估值仍存调整空间

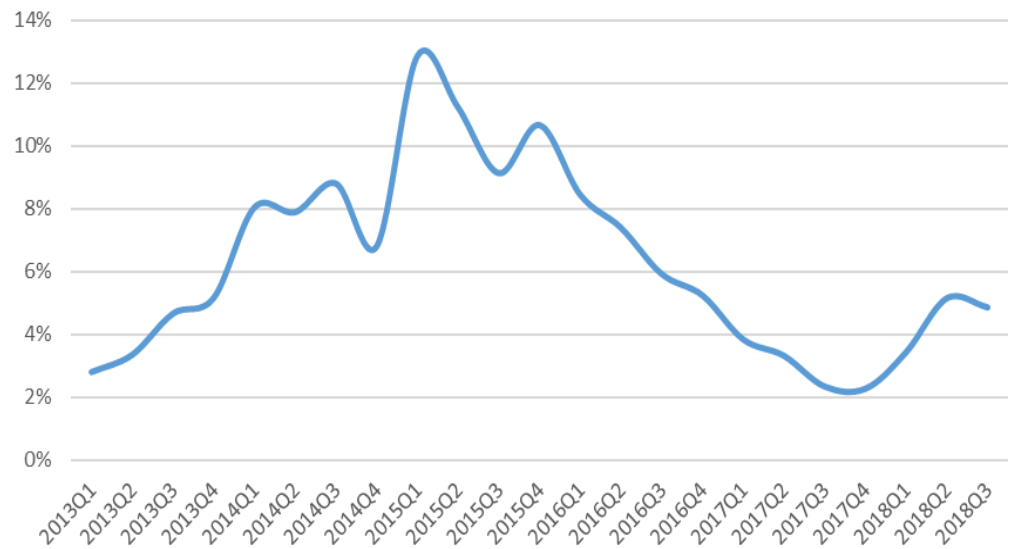
3.1 板块机构持仓略有下滑

据我们统计，以基金和基金管理公司为代表的机构投资者对计算机行业（SW）的持仓比重在 2013 年之前处于阶段性低位，对计算机行业持仓市值比在 3% 左右。而自 2013 年 Q1 开始，基金持仓比例持续走高，至 2015 年 Q1 达到了 12.87%。之后随着监管政策趋紧以及市场风险偏好的下降，基金持仓占比开始走低，从 2015 年 Q1 的 12.87% 下滑到 2017 年 Q4 的 2.28%。

自 2018 年以来，伴随着国家密集出台鼓励科技创新的政策，加之云计算等板块

业绩增长确定性较高，市场对计算机板块的偏好提升，2018年Q2的基金持仓占比回升到5.16%，三季度受中美经贸摩擦和宏观经济增速下滑影响，基金持仓比例下滑0.29个百分点至4.87%，虽然市场资金部分流出计算机行业，但整体对计算机行业的认可度依然较高。

图 15: 2013Q1-2018Q3 计算机行业基金持仓比重

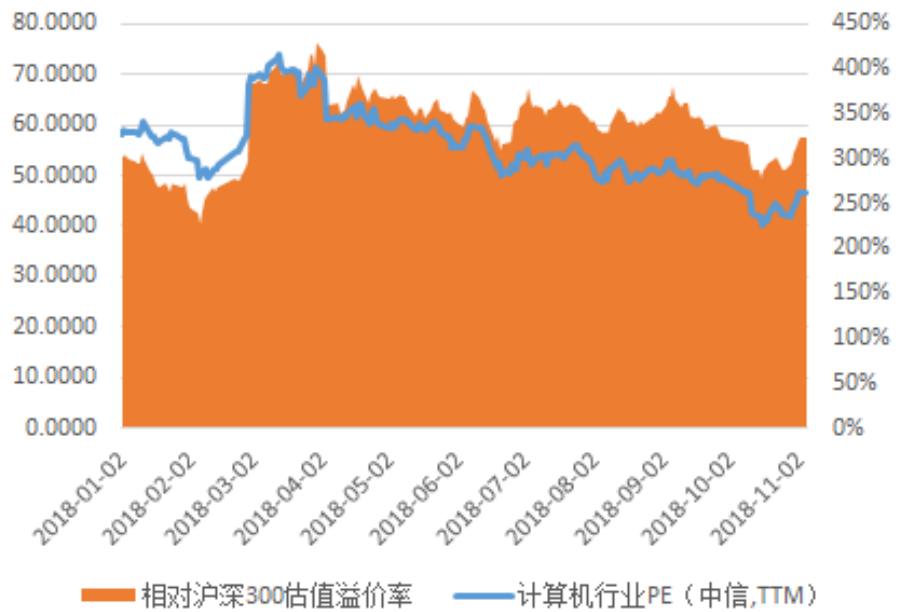


资料来源: wind 渤海证券

3.2 估值仍存调整空间

截至11月5日，计算机行业（中信）估值（整体法，TTM）为42.2倍，相对于沪深300的估值溢价率为290.74%。

图 16: 计算机行业估值及估值溢价率



资料来源: wind 渤海证券

随着 2016 年以来行情的不断调整，行业的估值也整体走低，进而带动行业 2014 年以来的估值区间整体下移。2014 年以来，计算机行业平均 PE(整体法, TTM) 为 71.67 倍， δ 为 26.78，估值区间为 44.89-98.46 倍，目前行业低于行业估值均值，并且接近于 2014 年以来的估值区间底部。估值溢价率方面，近四年行业相对于沪深 300 估值溢价率均值为 481.74%，标准差为 167.60%，估值溢价率区间为 314.13%~649.34%。目前，行业相对于沪深 300 的估值溢价率仍低于历史区间，但行业的估值仍明显高于历史底部，因此我们判断行业估值仍存消化空间。

图 17: 计算机行业 2014 年以来估值区间



资料来源: wind 渤海证券

4. 投资策略

1) 业绩层面。2018 年前三季度，行业营收及利润情况表现一般，业绩增速有所放缓。从毛利率及净利率水平看，2018 年前三季度毛利率和净利率与去年同期相比均出现小幅下滑，分别为 37.28%和 7.81%，整体仍处于合理区间。从费用情况看，期间费用率较去年同期相比小幅上涨 0.88 个百分点至 29.89%，整体看行业期间费用管控良好。从营运及现金流情况看，应收账款周转率略微下降，仍需关注坏账风险。经营性现金流净额与营业收入的比值小幅上涨，但现金流所带来的经营压力仍不可忽视，尤其是在宏观环境去杠杆压力较大，外部环境不确定性较高的前提下，以政府支付、大型央企、国有企业支付为代表的项目型公司可能会面临较大的资金回款压力。

2) 机构持仓方面。2018 年三季度，以基金和基金管理公司为代表的机构投资者对计算机行业的持仓市值占其股票总持仓的 4.87%，与上季度的 5.16%相比略微下滑。自 2018 年以来，伴随着国家密集出台鼓励科技创新的政策，加之云计算等板块业绩增长确定性较高，市场对计算机板块的偏好提升，三季度受中美经贸摩擦和宏观经济增速下滑影响，基金持仓比例有所下滑。在宏观经济形势变化不大的情况下，我们预计下季度机构持仓仍然稳中有降。

3) 估值层面。目前，计算机行业（中信）估值（整体法，TTM）为 42.2 倍，相对于沪深 300 的估值溢价率为 290.74%，估值接近于 2014 年以来的估值区间底

部。目前机构资金持仓占比较去年同期相比略有下滑，持仓量依然处于历史低位。虽然行业估值在 2016 年以来已经明显回调，但考虑到行业并表效应边际递减、业绩承诺不及预期、商誉减值等潜在问题，预计市场对行业的估值预期仍将继续走低，因此行业短期内估值水平仍偏高，仍存回调空间。

4) 投资建议方面。10 月 31 日下午，中共中央政治局就人工智能发展现状和趋势举行第九次集体学习。习近平总书记在主持学习时强调要深刻认识加快发展新一代人工智能的重大意义，促进其同教育、医疗卫生、体育、住房、交通、助残养老、家政服务、社会治理等领域的深度融合应用，推动我国新一代人工智能健康发展。我们认为，无论从政策层面还是从产业层面看，人工智能都将是引领新一轮科技革命和产业变革的战略性技术，正在对经济发展、社会进步、国际政治经济格局等方面产生重大而深远的影响，人工智能产业链的投资机会将极为广阔，建议投资者重点关注有关键技术卡位能力的公司。综上，我们看好人工智能核心标的的投资机会，股票池推荐：深信服（300454）、恒华科技（300365）、浪潮信息（000977）、用友网络（600588）。

投资评级说明

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

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

请务必阅读正文之后的免责声明

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究

张继袖
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

王洪磊 (部门副经理)
+86 22 2845 1975
王磊
+86 22 2845 1802

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
张冬明
+86 22 2845 1857
陈兰芳

新材料行业研究

张敬华
+86 10 6810 4651

电力设备与新能源行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670
刘秀峰
+86 10 6810 4658
滕飞
+86 10 6810 4686

医药行业研究小组

赵波
+86 22 2845 1632
甘英健
陈晨

通信行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602

节能环保行业研究

张敬华
+86 10 6810 4651
刘蕾
+86 10 6810 4662

餐饮旅游行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670
杨旭
+86 22 2845 1879

非银金融行业研究

洪程程
+86 10 6810 4609

中小盘行业研究

徐中华
+86 10 6810 4898

金融科技行业研究

王洪磊 (部门副经理)
+86 22 2845 1975
张源

传媒行业研究

姚磊

固定收益研究

冯振
+86 22 2845 1605
夏捷
+86 22 2386 1355

金融工程研究

宋昶
+86 22 2845 1131
刘洋
+86 22 2386 1563
李莘泰
+86 22 2387 3122
张世良

金融工程研究

祝涛
+86 22 2845 1653
李元玮
+86 22 2387 3121
郝惊
+86 22 2386 1600

流动性、战略研究&部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
严佩佩

宏观研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
张扬
+86 22 28451945
孟凡迪

博士后工作站

朱林宁 资产配置
+86 22 2387 3123
张佳佳 资产配置
张一帆 公用事业、信用评级

综合质控&部门经理

齐艳莉
+86 22 2845 1625

机构销售•投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995
刘璐

合规管理&部门经理

任宪功
+86 10 6810 4615

风控专员

白骥玮
+86 22 2845 1659

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn