



## 强于大市

公司名称	股票代码	股价 (人民币)	评级
卫宁健康	300253.SZ	12.44	买入
创业慧康	300451.SZ	20.89	买入
万达信息	300168.SZ	13.37	买入
航天信息	600271.SH	23.58	买入
广联达	002410.SZ	26.76	买入
用友网络	600588.SH	21.7	买入
超图软件	300036.SZ	14.39	买入
浪潮信息	000977.SZ	23.36	买入
紫光股份	000938.SZ	36.81	买入
启明星辰	002439.SZ	24.67	买入

资料来源：万得，中银国际证券  
以2019年05月07日当地货币收市价为标准

# 计算机行业 2018 年报及 2019 年一季报综述

### 减值后弹性势能增加，Q1 看到拐点

2018 年板块营收和现金流增长显著，按整体法净利润下滑近 38%，主要受 Q4 单季度商誉减值达 117 亿影响，按中位数法则增长 6.3%。2019Q1 净利润改善显著，增长近 40%，现金流持续改善，部分由于景气度回暖、政府机构改革导致收入确认递延等因素影响。医疗 IT、金融科技、工业互联网板块持续向好。龙头公司整体表现依然优于行业整体平均水平，预计重点关注的行业和 35 家公司将有出彩表现。

#### 支撑评级的要点

- 2018 年业绩同降 37.8%，2019Q1 业绩同增 39.6%，中位数增速超预期。按照整体法计算，2018 年归母净利润同比下降 37.8%，主要是受 Q4 单季度影响，Q4 归母净利润仅为为-3.5 亿，同比下滑-101.61%，其中行业商誉减值达 117 亿。2019Q1 营收净利润经营现金流三指标（营收/净利润/现金流）均实现较好增长，分别同比增长 15.1%/39.6%/14.2%。按照中位数法算 2019Q1 净利润增速为 12.2%，超 2019Q1 业绩前瞻预期 10.9% 的增速，乐观预计 2019H1 业绩仍将有不俗表现。
- 重点公司 2018 表现优于行业，19Q1 稍逊待观察。重点关注的 35 家公司 2018 和 2019Q1 归母净利润同增 19.4%和 25.7%，超行业 57.2pct 和 -14.0pct。Q1 表现稍逊主要受政府机构改革影响部分需求、加大研发投入等因素影响，Q2 有望出现订单叠加带来的较好增长。
- 2018 年各子板块业绩均正向增长，19Q1 略有分化。2018 年 8 个子板块净利润均呈现正增长，19Q1 各板块增减不一，部分出现两极分化。工业互联网受龙头带动表现突出，政策催化行业应用将扩散；金融科技整体表现优异，下游金融客户盈利改善或带动现金流持续向好；人工智能 2018 年营收、净利润增速下滑，或受安防等领域影响；信息安全 2018 年表现适中，19Q1 现金流改善显著，订单恢复或为全年打下基础；医疗 IT 高景气度持续，现金流明显改善，看好长期发展；云硬件 2018 年和 19Q1 现金流保持改善；云软件 2018 年净利润实现平稳增长；智能安防 2018 年增速下滑，受政府投入变动和海外营商环境变化影响。

#### 评级面临的主要风险

- 新技术落地进展不及预期；下游需求不及预期；政策传导不力。

#### 重点推荐

- 2018 年行业经受商誉压力集中释放，人为施压后积累了业绩增长的弹性势能，2019Q1 各指标表现良好。医疗 IT、金融科技、云计算等板块持续向好。重点推荐医疗 IT 领域的卫宁健康、创业慧康、万达信息，金融科技领域的航天信息，信息安全领域的启明星辰，云软件领域的广联达、用友网络、超图软件，云硬件领域的浪潮信息、紫光股份。

#### 相关研究报告

- 《计算机行业周报(4.22-4.27)》 20190427
- 《计算机行业周报(4.15-4.21)》 20190421
- 《计算机行业周报(4.8-4.14)》 20190414

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

#### 计算机

杨思睿

(8610)66229321

sirui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518090001

\*孙业亮为本报告重要贡献者



## 目录

<b>2018 年商誉减值拖累业绩，19Q1 高增长为全年铺路</b> .....	<b>4</b>
2018 年营收和现金流改善明显，受商誉减值影响业绩下滑近 38%.....	4
2019Q1 开局表现较好，为全年业绩铺路 .....	5
龙头公司整体表现依然优于行业整体.....	7
2018Q4 商誉减值达 117 亿拖累全年业绩表现，但风险整体可控.....	8
<b>2018 各板块业绩均正向增长，19Q1 板块略有分化</b> .....	<b>10</b>
19Q1 各板块增减不一，各指标呈现两极分化 .....	10
工业互联网受龙头带动表现突出，政策催化行业应用将扩散 .....	11
金融科技整体表现优异，下游金融客户盈利改善或带动现金流持续向好 .....	12
人工智能 2018 年营收、净利润增速下滑，或受安防等领域影响 .....	13
信息安全 2018 年表现适中，19Q1 现金流改善显著，订单恢复或为全年打下基础.....	14
医疗 IT 高景气度持续，现金流明显改善，看好长期发展 .....	14
云硬件 2018 年现金流改善显著，2019Q1 持续向好 .....	15
云软件 2018 年净利润实现平稳增长.....	17
智能安防 2018 年增速下滑，受政府投入变动和海外营商环境变化影响 .....	18
<b>投资建议</b> .....	<b>20</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>21</b>



## 图表目录

图表 1. 近三年板块内营收变化 .....	4
图表 2. 近三年板块内归母净利润变化 .....	4
图表 3. 近三年板块经营现金流变化 .....	5
图表 4. 2018Q4 营收、归母净利润、经营现金流变化 .....	5
图表 5. 近三年 Q1 板块内营收变化 .....	6
图表 6. 近三年 Q1 板块内归母净利润变化 .....	6
图表 7. 近三年 Q1 板块经营现金流变化 .....	6
图表 8. 市值前 50 公司 2018 年及 2019Q1 增速相较于同期增速变化百分比 .....	7
图表 9. 重点关注的 35 家公司 2018 年及 2019Q1 增速相较同期增速变化 .....	7
图表 10. 35 家重点关注公司净利润同比增速变化 .....	8
图表 11. 2016-2019Q1 单季度商誉环比变化 .....	9
图表 12. 2019Q1 商誉/净资产比例分布 .....	9
图表 13. 主要计算机上市公司子板块划分 .....	10
图表 14. 8 大板块 2018 及 2019Q1 归母净利润增速变化 .....	10
图表 15. 工业互联网 2017-2018 年营收、净利润、经营现金流增速变化 .....	11
图表 16. 工业互联网 2018Q1 和 2019Q1 营收、净利润、经营现金流增速变化 .....	11
图表 17. 工信部 2018 年工业互联网示范项目名单 .....	12
图表 18. 金融科技 2017-2018 年营收、净利润、经营现金流增速变化 .....	12
图表 19. 金融科技 2018Q1 和 2019Q1 营收、净利润、经营现金流增速变化 .....	12
图表 20. 人工智能 2017-2018 年营收、净利润、经营现金流增速变化 .....	13
图表 21. 人工智能 2018Q1 和 2019Q1 营收、净利润、经营现金流增速变化 .....	13
图表 22. 信息安全 2017-2018 年营收、净利润、经营现金流增速变化 .....	14
图表 23. 信息安全 2018Q1 和 2019Q1 营收、净利润、经营现金流增速变化 .....	14
图表 24. 医疗信息化 2017-2018 年营收、净利润、经营现金流增速变化 .....	15
图表 25. 医疗信息化 2018Q1 和 2019Q1 营收、净利润、经营现金流增速变化 .....	15
图表 26. 云计算硬件 2017-2018 年营收、净利润、经营现金流增速变化 .....	16
图表 27. 云计算硬件 2018Q1 和 2019Q1 营收、净利润、经营现金流增速变化 .....	16
图表 28. 2018H2 国内公有云 IaaS 市场格局 .....	17
图表 29. 云计算软件 2017-2018 年营收、净利润、经营现金流增速变化 .....	17
图表 30. 云计算软件 2018Q1 和 2019Q1 营收、净利润、经营现金流增速变化 .....	18
图表 31. 智能安防 2017-2018 年营收、净利润、经营现金流增速变化 .....	18
图表 32. 智能安防 2018Q1 和 2019Q1 营收、净利润、经营现金流增速变化 .....	19
附录图表 33. 推荐的重点公司估值表 .....	22



## 2018 年商誉减值拖累业绩，19Q1 高增长为全年铺路

### 2018 年营收和现金流改善明显，受商誉减值影响业绩下滑近 38%

按照整体法计算，2018 年营收同比增长 17.63%，增速提升 5.56pct，归母净利润同比下降 37.80%，增速下降 51.88pct，经营现金流同增 46.38%，增速提升 41.34pct。数据按照 SW 计算机板块（加上海康威视、大华股份）205 家公司统计。

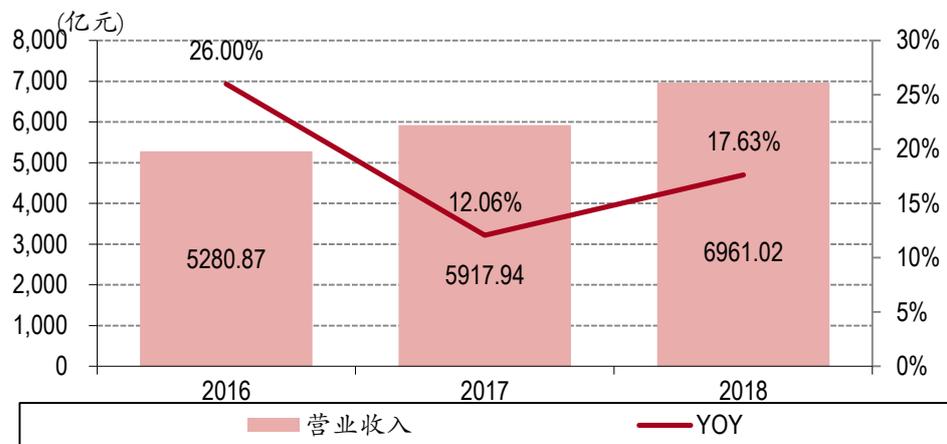
2018 年业绩下滑近 38% 主要受商誉减值影响，2018Q4 商誉减值金额达到 117 亿，占 2018 年全行业归母净利润总额 306 亿的 38%，若还原加回 117 亿业绩将仅下滑 14%。

按照整体法，行业 2018 年营收为 6961 亿，同比增长 17.63%，同比 2017 年营收增速 12.06% 提升 5.56pct；按照中位数法，营收为 10.72 亿，同比增长 13.32%，同口径下下降 3.74pct。

按照整体法，行业 2018 年归母净利润为 306 亿，同比下降 37.80%，同比 2017 年归母净利润增速 14.08% 下降 51.88pct；按照中位数法，归母净利润为 0.88 亿，同比增长 6.34%，同口径下提升 7.63pct。

按照整体法，行业 2018 年经营性现金流为 453.2 亿，同比增长 46.38%，同比 2017 年经营性现金流增速提升 41.34pct 至 5.04%；按照中位数法，经营现金流为 0.56 亿，同比增长 14.94%，同口径下提升 18.91pct。

图表 1. 近三年板块内营收变化



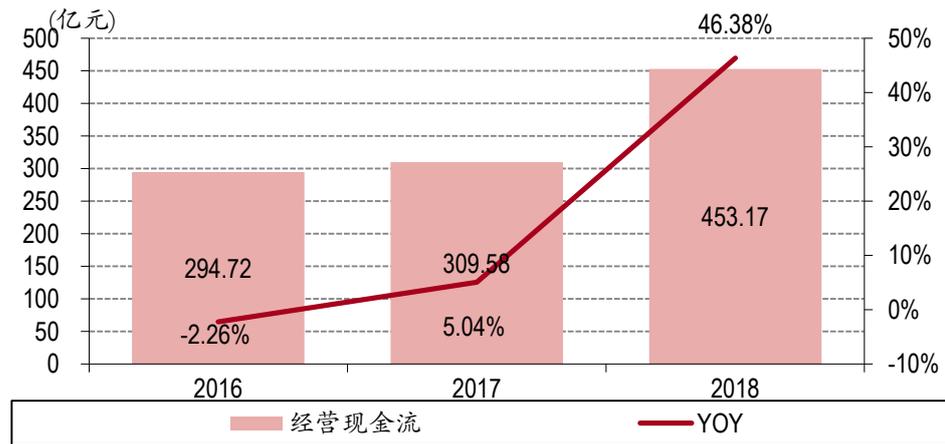
资料来源：万得，中银国际证券

图表 2. 近三年板块内归母净利润变化



资料来源：万得，中银国际证券

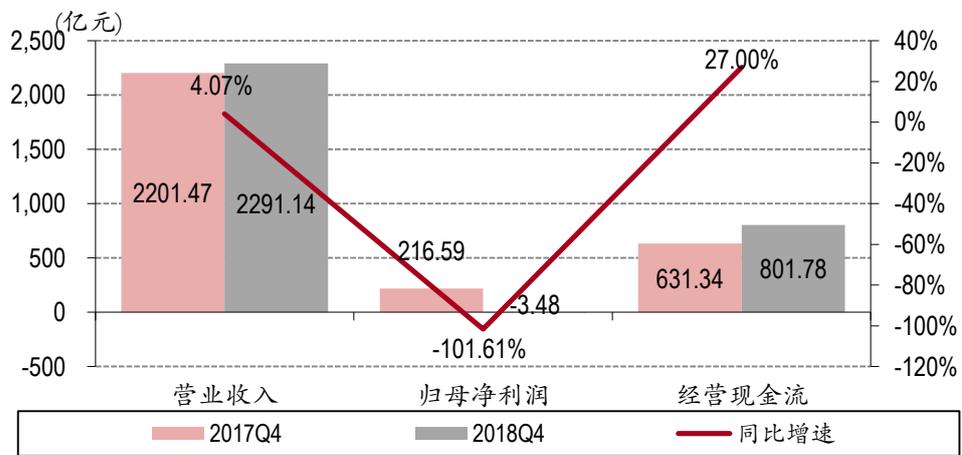
图表 3. 近三年板块经营现金流变化



资料来源: 万得, 中银国际证券

单看 2018Q4: 按照整体法计算 2018Q4 营收为 2,291.1 亿, 同增 4.07%; 归母净利润为-3.5 亿, 同比下降 101.61%; 经营现金流为 801.8 亿, 同增 27.00%。

图表 4. 2018Q4 营收、归母净利润、经营现金流变化



资料来源: 万得, 中银国际证券

### 2019Q1 开局表现较好, 为全年业绩铺路

按照整体法: 2019Q1 营收同比增长 15.05%, 增速下降 14.32pct, 业绩同增 39.63%, 增速提升 25.74pct, 经营现金流同增 14.16%, 提升 34.12pct。2019Q1 开局业绩表表现较好, 主要受益于部分行业景气度持续提升, 部分订单由 2018 年延迟到该期进行确认, 为全年业绩铺平道路。

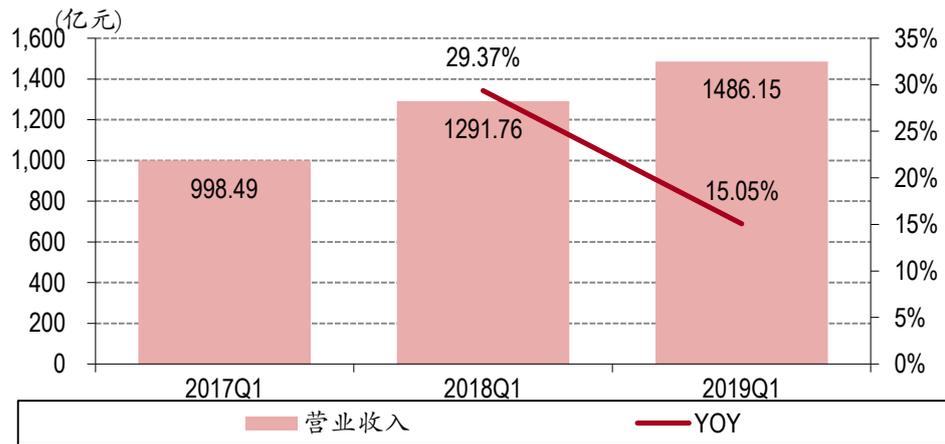
按照整体法, 行业 2019Q1 营收为 1486.1 亿, 同比增长 15.05%, 同比 2018Q1 营收增速 29.37% 下降 14.32pct; 按照中位数法, 营收为 2.06 亿, 同比增长 17.11%, 同口径下提升 0.50pct。

按照整体法, 行业 2019Q1 年归母净利润为 89.5 亿, 同比增长 39.63%, 同比 2018Q1 归母净利润增速 13.90% 提升 25.74pct; 按照中位数法, 归母净利润为 0.10 亿, 同比增长 12.20%, 同口径下降低 0.56pct。

按照整体法, 行业 2019Q1 年经营性现金流为-341.6 亿, 同比增长 14.16%, 同比 2018Q1 经营性现金流增速 19.96% 提升 34.12pct; 按照中位数法, 经营现金流为-0.71 亿, 同比增长 2.94%, 同口径下提升 29.94pct。

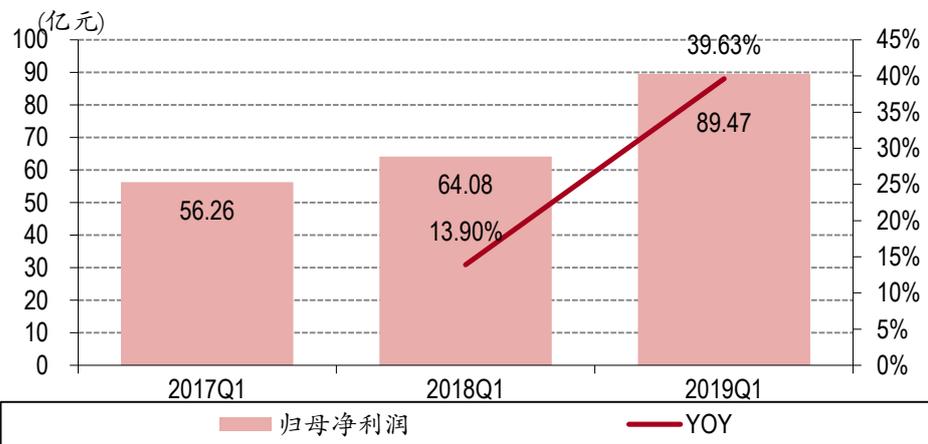


图表 5. 近三年 Q1 板块内营收变化



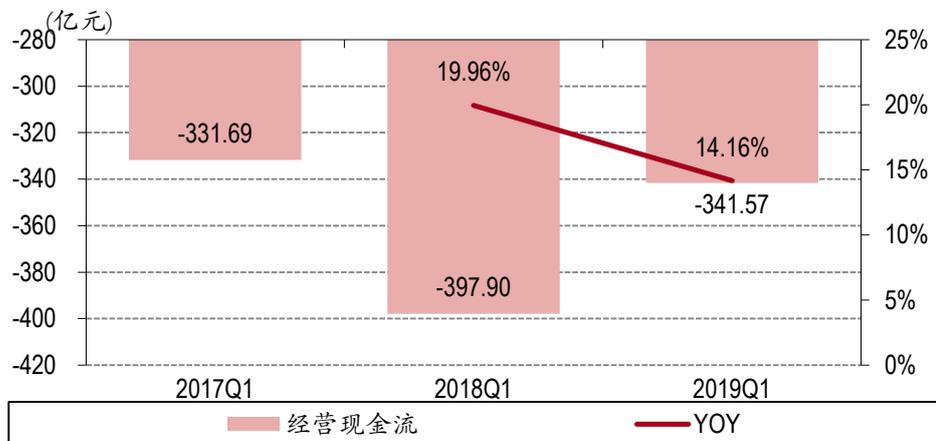
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 6. 近三年 Q1 板块内归母净利润变化



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 7. 近三年 Q1 板块经营现金流变化



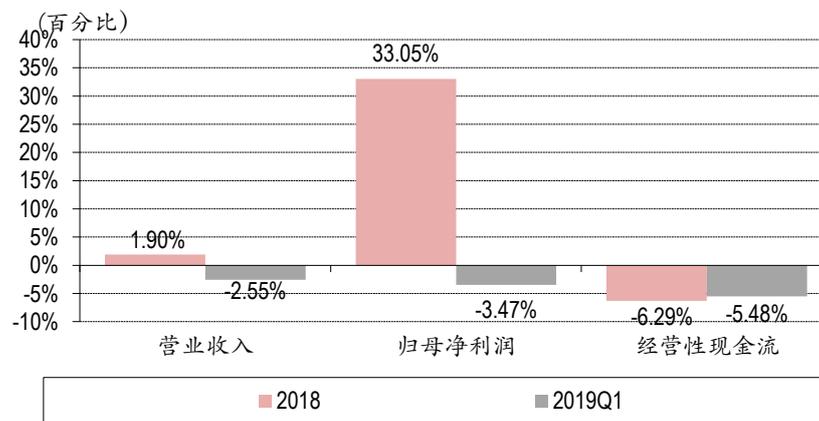
资料来源: 万得, 中银国际证券

### 龙头公司整体表现依然优于行业整体

行业内市值前 50 家公司 2018 年业绩表现较好。截止到 4 月 30 日，在计算机行业内市值前 50 的公司 2018 年营收为 4,210.5 亿，同比增长 19.53%，超行业整体 1.90pct；归母净利润为 343.8 亿，同比下降 4.75%，超行业整体 33.05pct，经营性现金流为 386.8 亿，同比增长 40.09%，低于行业整体 6.29pct。

市值前 50 公司 2019Q1 增长较好，增速变化稍逊。2019Q1 营收为 870.7 亿，同比增长 12.50%，低于行业整体 2.55%pct；归母净利润为 67.0 亿，同比增长 36.17%，低于行业整体 3.47pct，经营性现金流为 -216.6 亿，同比增长 8.68%，低于行业整体 5.48%pct。

图表 8. 市值前 50 公司 2018 年及 2019Q1 增速相较于同期增速变化百分比

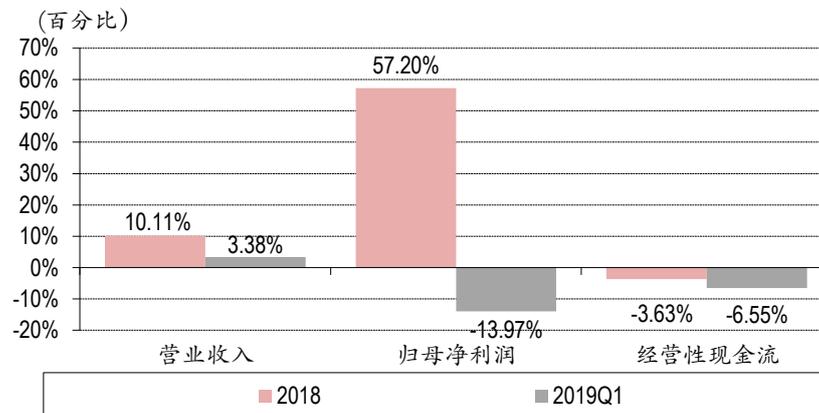


资料来源：万得，中银国际证券

重点关注的 35 家公司三指标增长较好，但现金流增速略低于行业平均水平。在我们重点关注的 35 家企业中（见图表 10），2018 年营收为 2,805.6 亿，同比增长 27.73%，超行业整体 10.11pct；归母净利润为 287.1 亿，同比增长 19.41%，超行业整体 57.20pct，经营性现金流为 291.6 亿，同比增长 42.75%，低于行业整体 3.63pct。

2019Q1 营收为 588.2 亿，同比增长 18.42%，超行业整体 3.38pct；归母净利润为 44.9 亿，同比增长 25.66%，低于行业整体 13.97pct，经营性现金流为 -155.4 亿，同比增长 7.61%，低于行业整体 6.55pct。

图表 9. 重点关注的 35 家公司 2018 年及 2019Q1 增速相较同期增速变化



资料来源：万得，中银国际证券

图表 10.35 家重点关注公司净利润同比增速变化

证券代码	公司	2017(%)	2018Q1(%)	2018(%)	2019Q1(%)
300188.SZ	美亚柏科	48.79	53.41	11.59	(376.60)
300170.SZ	汉得信息	34.12	26.62	19.50	10.23
000977.SZ	浪潮信息	48.95	(22.64)	54.05	67.88
002236.SZ	大华股份	30.33	3.03	6.34	7.05
300532.SZ	今天国际	70.57	149.10	(80.45)	54.64
300036.SZ	超图软件	54.00	67.15	(14.60)	(40.02)
600588.SH	用友网络	97.11	35.37	57.33	176.16
000938.SZ	紫光股份	93.35	(21.32)	8.15	51.75
002410.SZ	广联达	11.61	3.39	(7.02)	(2.29)
600271.SH	航天信息	1.34	(74.42)	3.95	406.37
002415.SZ	海康威视	26.79	22.63	20.64	(15.41)
300166.SZ	东方国信	31.38	(26.13)	20.30	20.35
002376.SZ	新北洋	26.11	22.76	32.82	(9.38)
300454.SZ	深信服	122.67	652.70	5.19	(171.29)
002912.SZ	中新赛克	31.59	137.92	54.73	(312.67)
300253.SZ	卫宁健康	(55.84)	50.04	32.43	42.05
002373.SZ	千方科技	8.57	59.88	109.12	50.26
300367.SZ	东方网力	14.94	21.38	(18.22)	35.48
300365.SZ	恒华科技	53.26	61.70	41.30	(7.59)
603019.SH	中科曙光	37.71	20.37	39.43	122.71
002153.SZ	石基信息	7.78	6.58	10.61	8.97
603039.SH	泛微网络	33.35	21.16	31.64	37.78
002230.SZ	科大讯飞	(10.27)	10.83	24.71	24.26
300496.SZ	中科创达	(35.12)	43.34	110.53	33.26
300271.SZ	华宇软件	40.30	33.27	30.57	18.16
600570.SH	恒生电子	2476.38	35.74	36.96	593.71
002439.SZ	启明星辰	70.42	343.37	25.90	(348.07)
002405.SZ	四维图新	69.38	46.26	80.64	(42.68)
600845.SH	宝信软件	26.70	78.15	57.34	36.39
300348.SZ	长亮科技	(13.39)	305.81	(35.63)	90.83
300451.SZ	创业慧康	159.11	112.87	30.29	40.64
300168.SZ	万达信息	37.03	11.59	(28.95)	267.01
300377.SZ	赢时胜	72.22	70.85	(14.72)	3.14
300369.SZ	绿盟科技	(30.78)	47.26	10.30	14.57
300523.SZ	辰安科技	14.68	169.56	48.96	(77.20)

资料来源：万得，中银国际证券

### 2018Q4 商誉减值达 117 亿拖累全年业绩表现，但风险整体可控

2018 商誉总额相较 2017 年相较持平，年内 Q4 单季度减值达 10% 以上。2018 年行业整体商誉值为 1,019.6 亿，相较 2017 年 1017.1 亿同比增加 0.24%，2018Q4 单季度商誉减值 117.4 亿，环比减少 10.3%。

2019Q1 商誉值环比略有抬头。2019Q1 行业整体商誉值为 1,056.1 亿，同比 2018Q1 的 1065.1 亿减少 0.85%，环比 2018Q4 的 1019.6 亿增加 3.58%。

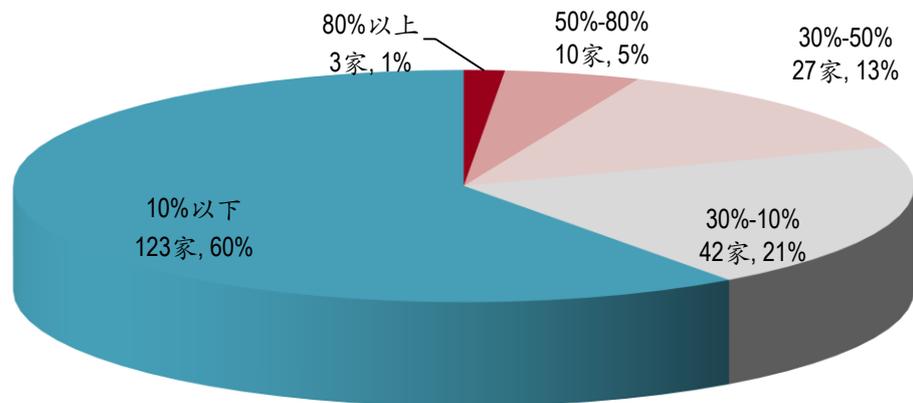
图表 11. 2016-2019Q1 单季度商誉环比变化



资料来源：万得，中银国际证券

从商誉/净资产角度看，2019Q1 该比例在 80% 以上的有 3 家，在 80%-50% 的有 10 家，在 50%-30% 的有 27 家，在 30%-10% 的有 42 家，在 10% 以下的有 123 家，占比达 60%，可见商誉风险对行业整体而言处于可控范围。

图表 12. 2019Q1 商誉/净资产比例分布



资料来源：万得，中银国际证券

## 2018 各板块业绩均正向增长，19Q1 板块略有分化

将 72 个市场关注度较高、所属概念较纯的标的分为工业互联网、金融科技、人工智能、信息安全、医疗信息化、云计算软件、云计算硬件、智慧安防等 8 个子板块（见图表 13）。

图表 13. 主要计算机上市公司子板块划分

子板块	上市公司
工业互联网	东方国信、启明信息、卫士通、汉得信息、绿盟科技、今天国际、用友网络、宝信软件
金融科技	恒生电子、长亮科技、东方财富、赢时胜、金证股份、高伟达、顶点软件、浩云科技、先进数通、顺利办、金财互联、新开普
人工智能	科大讯飞、拓尔思、四维图新、中科创达、神思电子、汉王科技、川大智胜、海康威视、大华股份、佳都科技
信息安全	启明星辰、深信服、中新赛克、美亚柏科、辰安科技、绿盟科技、旋极信息、北信源、任子行、蓝盾股份、卫士通、中孚信息、天源迪科、南洋股份
医疗信息化	卫宁健康、东华软件、思创医惠、万达信息、润和软件、创业软件、神思电子、和仁科技、麦迪科技
云计算硬件	紫光股份、浪潮信息、中科曙光、华胜天成、宝信软件、深信服、易华录、数据港、奥飞数据、同有科技
云计算软件	石基信息、广联达、卫宁健康、超图软件、恒华科技、泛微网络、用友网络、华宇软件、航天信息、宝信软件、汉得信息、赛意信息、鼎捷软件
智能安防	海康威视、大华股份、东方网力、苏州科达、千方科技、佳都科技、天源迪科、熙菱信息、立昂技术

资料来源：万得，中银国际证券

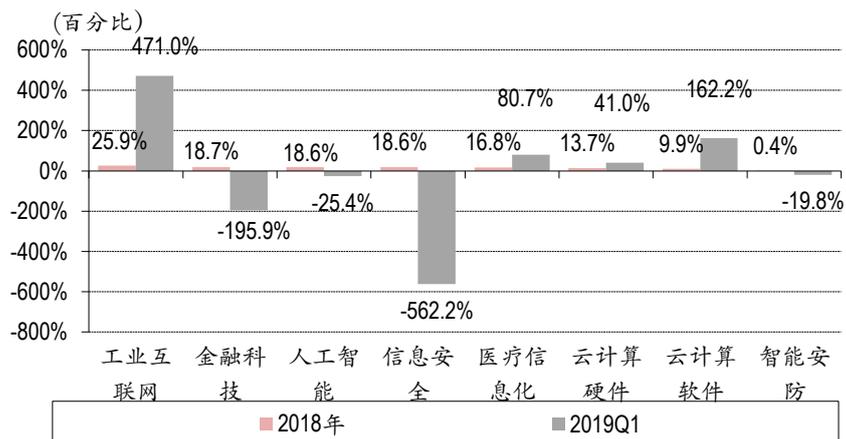
### 19Q1 各板块增减不一，各指标呈现两极分化

2018 年 8 大板块净利均呈现正向增长，其中 6 大板块在 2019Q1 增速表现也较好，信息安全主要受季节性波动影响。

按照整体法，8 个子板块 2018 年业绩增速均维持正向，增速分别是工业互联网（+25.94%）、云计算软件（+18.67%）、智能安防（+18.62%）、人工智能（+18.61%）、金融科技（+16.79%）、医疗信息化（+13.69%）、云计算硬件（+9.95%）和信息安全（+0.39%）。

按照整体法，2019Q1 年业绩增速维持正向的板块主要有工业互联网（+606.58%）、云计算软件（+143.36%）、金融科技（+108.98%）、云计算硬件（+57.00%）、医疗信息化（+29.68%）、智能安防（+1.03%）6 大板块。增速为负的行业主要有信息安全（-171.16%）、人工智能（-4.47%）。

图表 14. 8 大板块 2018 及 2019Q1 归母净利润增速变化

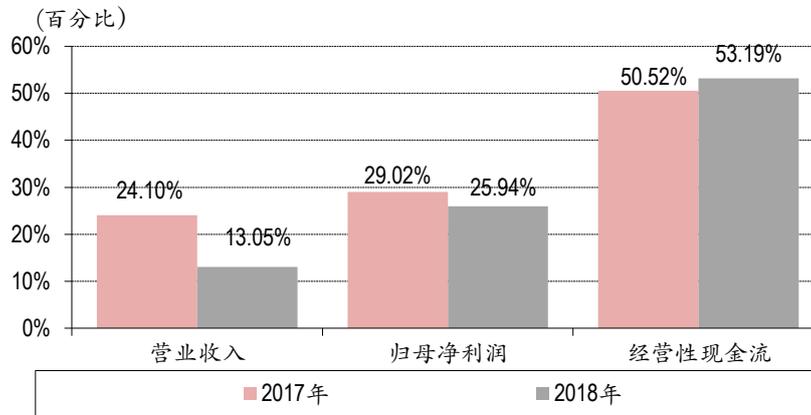


资料来源：万得，中银国际证券

**工业互联网受龙头带动表现突出，政策催化行业应用将扩散**

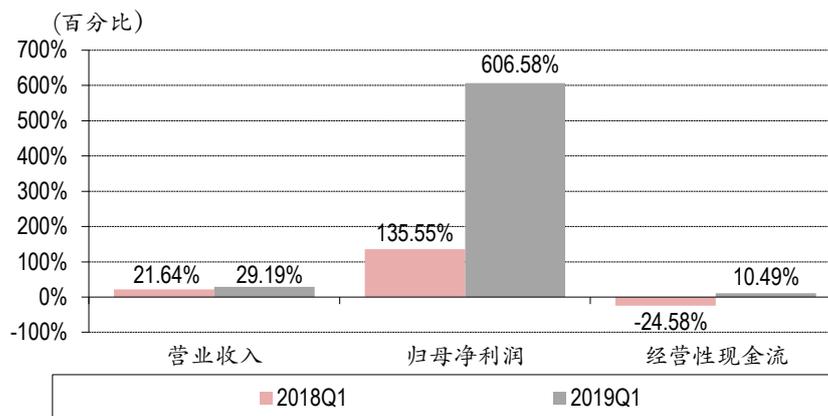
工业互联网 2018 年表现尤为突出，19Q1 延续良好态势。2018 年工业互联网板块营收、归母净利润、经营现金流分别同比增长 13.1%、25.9%和 53.2%，2019Q1 分别同比增长 29.2%、606.6%和 10.5%，2019Q1 增长延续良好态势，而归母净利润增长高达 6 倍。

**图表 15. 工业互联网 2017-2018 年营收、净利润、经营现金流增速变化**



资料来源：万得，中银国际证券

**图表 16. 工业互联网 2018Q1 和 2019Q1 营收、净利润、经营现金流增速变化**



资料来源：万得，中银国际证券

工业互联网板块整体表现良好直接原因为龙头带动作用强化，如用友网络、宝信软件等业绩较好。更深层次的原因为工业互联网应用范围扩大且客户需求逐步体现，工业互联网自 2017 年成为制造业转型升级的必要手段，工信部等部委每年会选出部分厂商梳理典型推广项目，覆盖行业从传统机械制造业逐步扩大到各细分行业，如家电制造、轨交设备、风电石化、物流运输等，应用范围从管理体系贯标示范、平台解决方案、工业产品和设备上云、信息物理系统、大数据应用服务、工业电子商务平台。看好该板块良好成长性，下游各行业长期需求有望爆发。

图表 17. 工信部 2018 年工业互联网示范项目名单

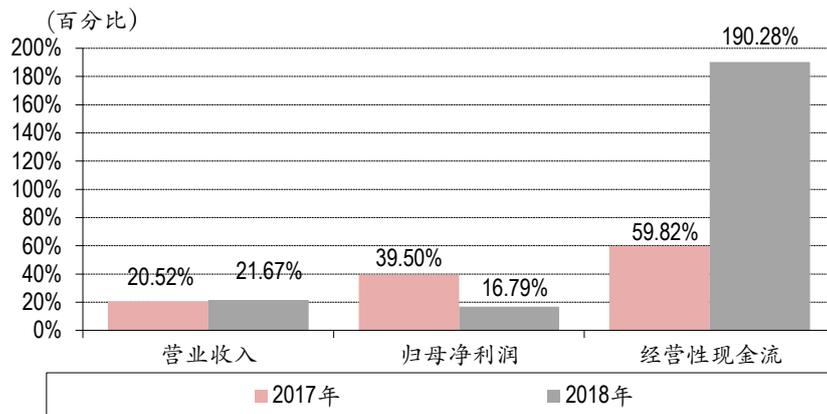
领域	数量	典型案例
两化融合管理体系贯标示范	50	长安民生物流股份有限公司的汽车产业链物流一体化服务协同能力示范
工业互联网平台解决方案试点示范	12	航天云网科技发展有限公司的云制造支持系统应用试点示范
重点工业产品和设备上云试点示范)	15	沈阳东软医疗系统有限公司的智能医学影像设备云服务平台试点示范
信息物理系统 (CPS) 试点示范	14	上海宝信软件股份有限公司的面向钢铁行业的专业性信息物理系统测试验证平台
工业大数据应用服务试点示范	11	浪潮通用软件有限公司的面向生产过程管理的工业大数据应用服务试点示范
工业电子商务平台试点示范	14	(中国)网络技术有限公司的 1688 工业采销平台
中德智能制造合作试点示范	9	上海宝钢化工有限公司的基于态势感知的工业信息安全助力炭材料多基地智能运营

资料来源：工信部，中银国际证券

### 金融科技整体表现优异，下游金融客户盈利改善或带动现金流持续向好

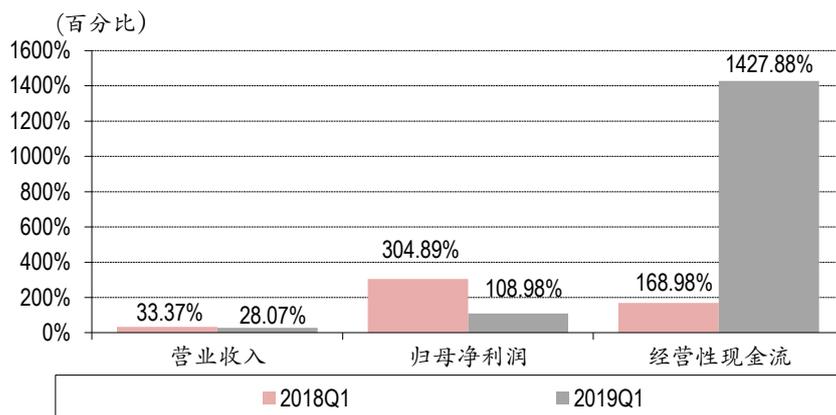
金融科技行业 2018 年和 2019Q1 经营性现金流增幅分别近 2 倍和 14 倍。2018 年金融科技板块营收、归母净利润、经营现金流分别同比增长 21.7%、16.7%和 190.3%，2019Q1 分别同比增长 28.1%、109.0%和 1427.9%，2018 年全年及 2019Q1 三大指标均实现正向增长，并且现金流增长非常显著，2018 年和 2019Q1 经营性现金流增幅分别近 2 倍和 14 倍，增速表现远高于净利润增速，堪称“现金奶牛”行业。

图表 18. 金融科技 2017-2018 年营收、净利润、经营现金流增速变化



资料来源：万得，中银国际证券

图表 19. 金融科技 2018Q1 和 2019Q1 营收、净利润、经营现金流增速变化



资料来源：万得，中银国际证券



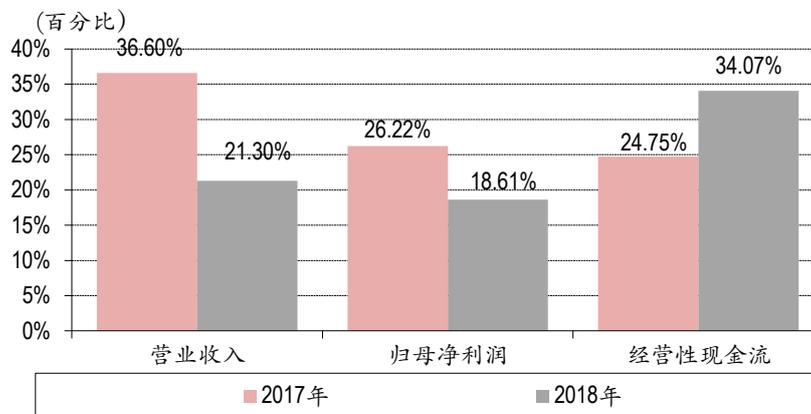
金融科技行业现金流表现优异主要因为下游金融机构客户盈利实际改善所致。(1) 银行市场方面: 根据 A 股上市银行 2019Q1 季报数据, 剔除刚刚上市的 2 只新股, 上市银行单季吸收存款增量合计 6.2 万亿, 较去年同期几乎翻倍, 创下近年新高, 而在吸收存款大幅增加的带动下, 多家上市银行经营活动产生的现金流量净额由负转正。(2) 证券财税市场方面: 近期资本市场回暖带动券商等金融机构盈利较好, 并且财税体系改革带动 B 端新需求, 客户有能力也有必要加大 IT 投入, 从而使得金融 IT 厂商营收净利和现金流表现均较好, 看好 2019 年金融科技板块持续向好。

### 人工智能 2018 年营收、净利润增速下滑, 或受安防等领域影响

人工智能板块 2018 年三指标均实现正增长, 但营收及净利润增速有所下滑。2018 年人工智能板块营收、归母净利润、经营现金流分别同比增长 21.3%、18.6% 和 34.1%, 尽管营收及净利润增速有所下滑, 但综合看 2018 年整体表现较好。2019Q1 分别同比增长 13.9%、-4.5% 和 -0.5%, 2019Q1 营收增速有所下滑, 净利润同比增速由正转负, 但经营现金流提升 11.5pct 至 -0.5%。

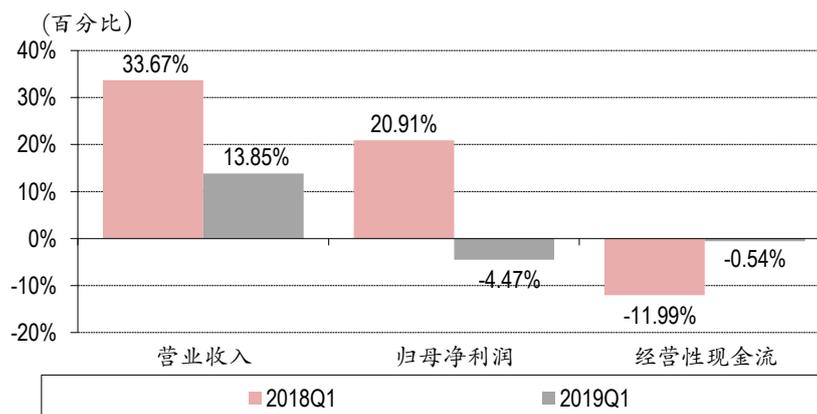
人工智能在计算机行业的应用领域主要是语音和图像识别, 本质为算法软件在硬件内的渗透应用。2018 年该板块表现较为平稳, 而 2019Q1 表现一般, 主要因为主要应用领域视频监控等的主要客户为政府公安交通等部门, 季节性影响较为明显。并且近期政府端财政压力较大, 导致现金流表现一般。因此该行业未来空间关键是规模化应用能否拓展到社会生活的各个方面。

图表 20. 人工智能 2017-2018 年营收、净利润、经营现金流增速变化



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 21. 人工智能 2018Q1 和 2019Q1 营收、净利润、经营现金流增速变化



资料来源: 万得, 中银国际证券

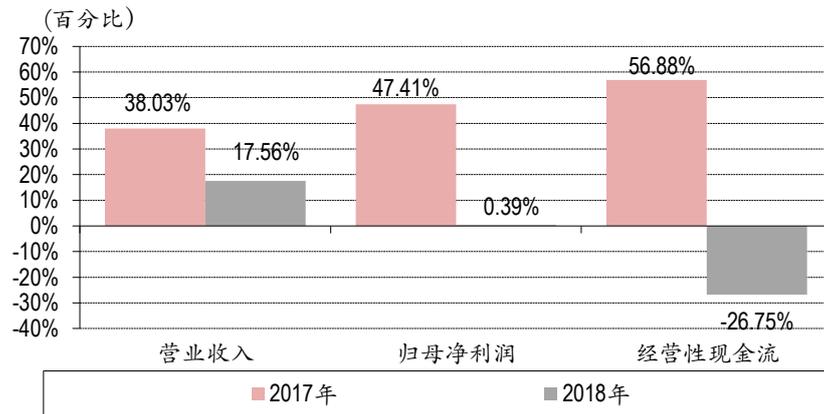
**信息安全 2018 年表现适中，19Q1 现金流改善显著，订单恢复或为全年打下基础**

信息安全行业营收净利及现金流增速均滑坡，关注行业现金流情况。2018 年信息安全板块营收、归母净利润、经营现金流分别同比增长 17.6%、0.4%和-26.8%，分别减少 20.5pct、47.0pct 和 83.6pct，增速均有所下滑。2019Q1 营收、归母净利润、经营现金流分别同比增长 17.3%、-171.2%和 7.7%，仅有经营现金流增速改善显著，Q1 季节性因素较为明显。

2018 年信息安全行业现营收增速较为符合行业未来 15%以上的复合增速，而归母净利润增速不及营收增速主要因为信息安全公司拓展工控安全、云安全、AI 安全等新产品新形式导致成本费用增加，现金流负增长主要因为政府机构客户机构改革及财政压力导致应收账款有所增加。

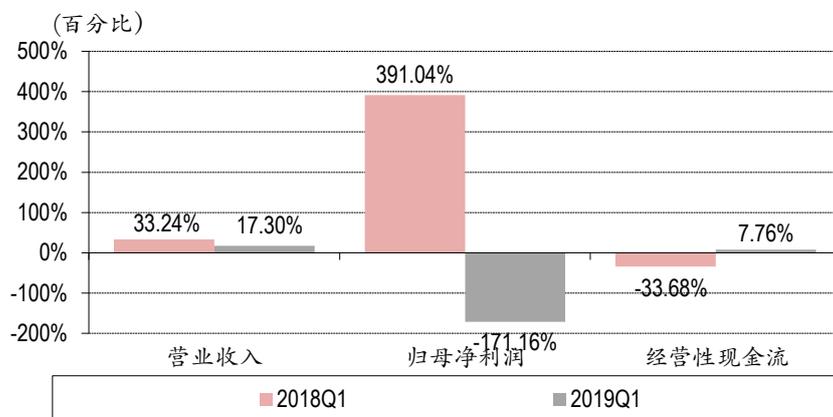
信息安全行业季节性因素明显，不需对 Q1 情况过分担心，看好 2019 年表现。中国采招网统计数据 displays 龙头公司如启明星辰、绿盟科技、南洋股份等 2019Q1 订单情况较好，这将为全年业绩夯实基础，基本面坚定，加上拓展云安全等新产品有利于估值提升，2019 年预计信息安全行业或有超预期表现。

**图表 22. 信息安全 2017-2018 年营收、净利润、经营现金流增速变化**



资料来源：万得，中银国际证券

**图表 23. 信息安全 2018Q1 和 2019Q1 营收、净利润、经营现金流增速变化**

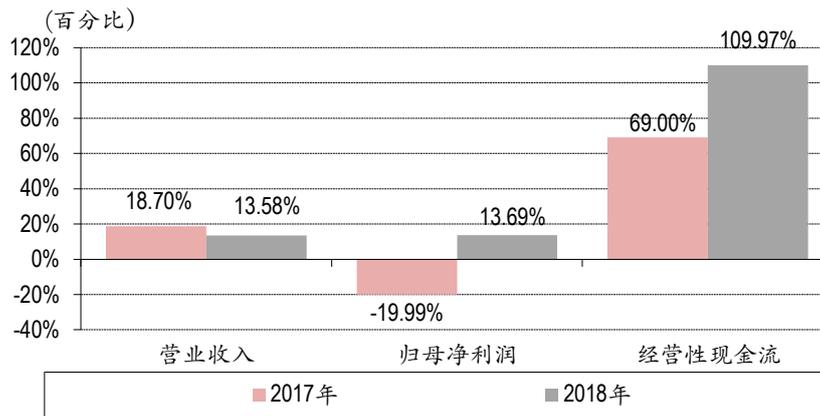


资料来源：万得，中银国际证券

**医疗 IT 高景气度持续，现金流明显改善，看好长期发展**

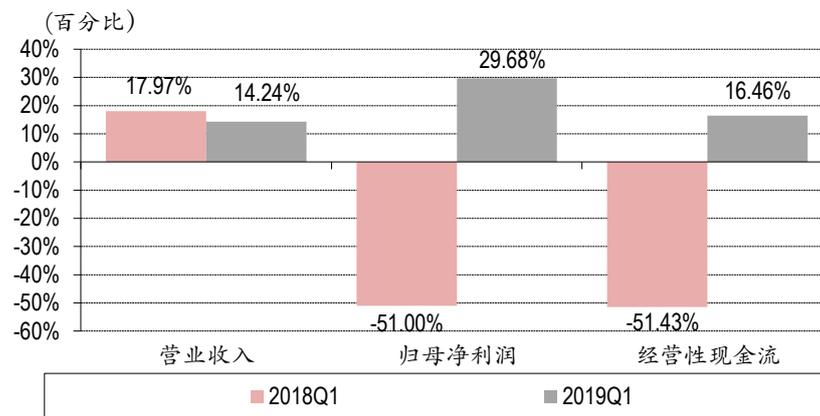
医疗 IT 行业景气度持续提升。医疗 IT 板块在 2018 年营收和归母净利润分别同比增长 13.6%和 13.7%，同时经营性现金流大幅改善，增长幅度达 110.0%。2019Q1 营收和归母净利润分别同比增长 14.2%和 29.7%，而经营性现金流增速转正提升 67.9pct 至 16.5%。可见现金流大幅改善，行业景气度持续提升。

图表 24. 医疗信息化 2017-2018 年营收、净利润、经营现金流增速变化



资料来源：万得，中银国际证券

图表 25. 医疗信息化 2018Q1 和 2019Q1 营收、净利润、经营现金流增速变化



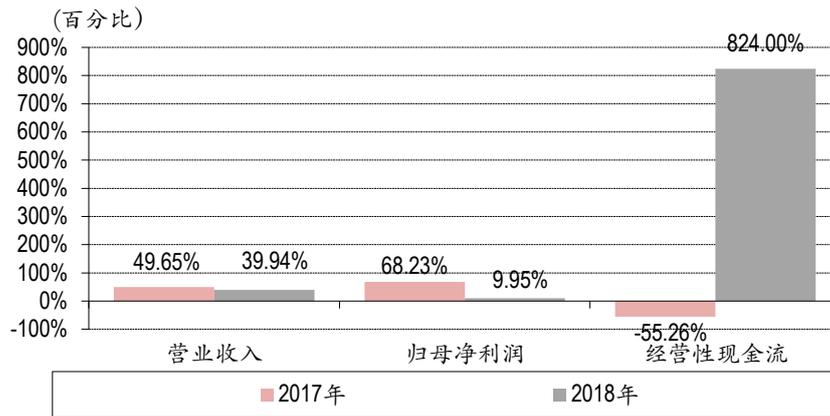
资料来源：万得，中银国际证券

医疗 IT 在 2018 年初迎来拐点提升，在政策催化和医疗刚需引导下，行业景气度持续提升。其中电子病历升级、医保控费等新产品形式涌现，医联体医共体、城市医疗集团等新组织形式催生医疗机构加大 IT 采购力度，行业景气度持续提升。值得注意的是行业现金流改善非常明显，2019Q1 出现正向增长，意味医疗机构和卫健行政客户总体支付能力增强。经过我们前期测算，目前医疗 IT 行业龙头集中度仍然偏低，非上市中小厂商在整体解决方案领域或被边缘化，市场格局利好龙头厂商。

### 云硬件 2018 年现金流改善显著，2019Q1 持续向好

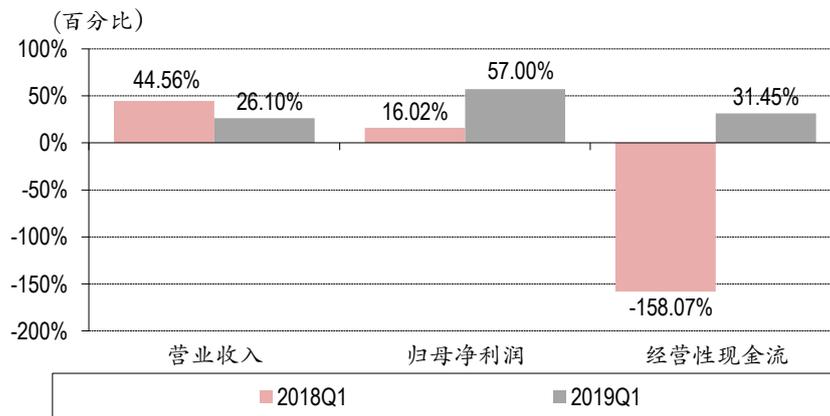
云硬件板块增长表现突出，2018 现金流改善明显，2019Q1 三指标均实现正向增长。2018 年云硬件板块营收、归母净利润、经营现金流分别同比增长 39.9%、10.0%和 824.0%，其中现金流增速提升 879pct，增长显著。2019Q1 营收、归母净利润、经营现金流分别同比增长 26.1%、57.0%和 31.5%，三指标持续向好，经营现金流提升 189.5pct，改善最为显著。

图表 26. 云计算硬件 2017-2018 年营收、净利润、经营现金流增速变化



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 27. 云计算硬件 2018Q1 和 2019Q1 营收、净利润、经营现金流增速变化

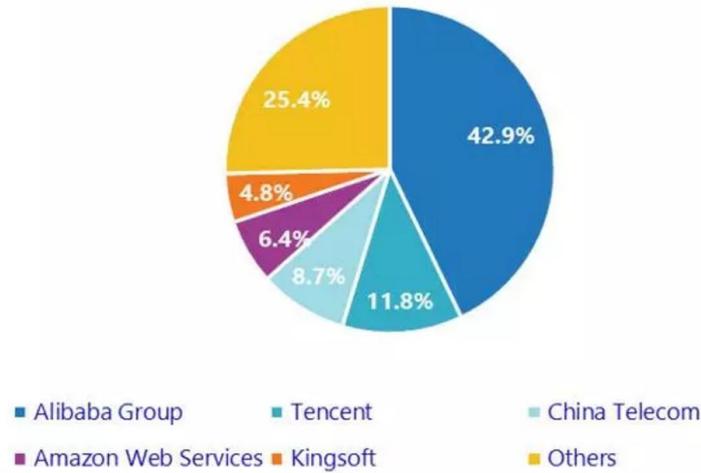


资料来源: 万得, 中银国际证券

2018 下半年 IaaS 市场同增 88%，后发云平台商同频加码，为服务器厂商带来新增量。根据 IDC 发布的《中国公有云服务市场（2018 下半年）跟踪》报告显示，2018 下半年中国公有云服务整体市场规模（IaaS/PaaS/SaaS）超 40 亿美金，其中 IaaS 市场增速再创新高，同比增长 88.4%。云硬件主要包含服务器、网络和存储等设备，在阿里云、电信云、金山云等龙头占据优势的情况下，后发厂商频频发力，华为、百度、浪潮、京东等均依靠其强大的研发和生态实力，实现了高达市场平均水平 2-8 倍的迅猛增长。

图表 28. 2018H2 国内公有云 IaaS 市场格局

2018 年下半年前五大中国公有云 IaaS 厂商市场份额占比



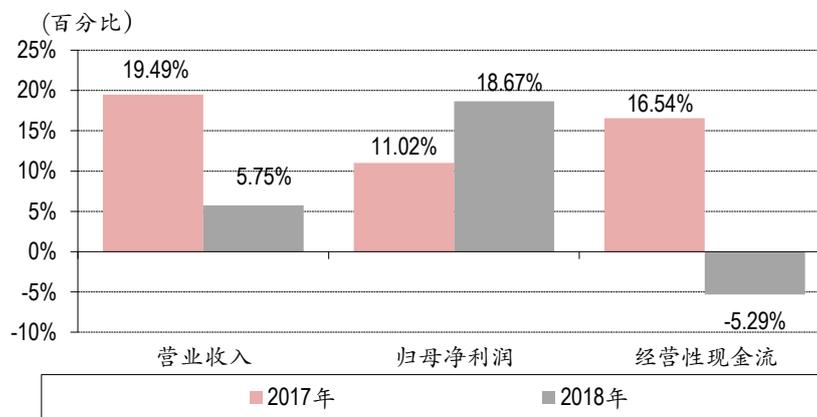
资料来源: IDC, 中银国际证券

云软件 2018 年净利润实现平稳增长

云软件 2018 年营收和净利润均实现较为平稳的增长, 但现金流出现负增长。2018 年云软件板块营收、归母净利润、经营现金流分别同比增长 5.8%、18.7%和-5.3%, 其中现金流增速下滑 21.8pct。2019Q1 营收、归母净利润、经营现金流分别同比增长 9.9%、143.4%和-13.2%, 现金流增速为负但增速提升。

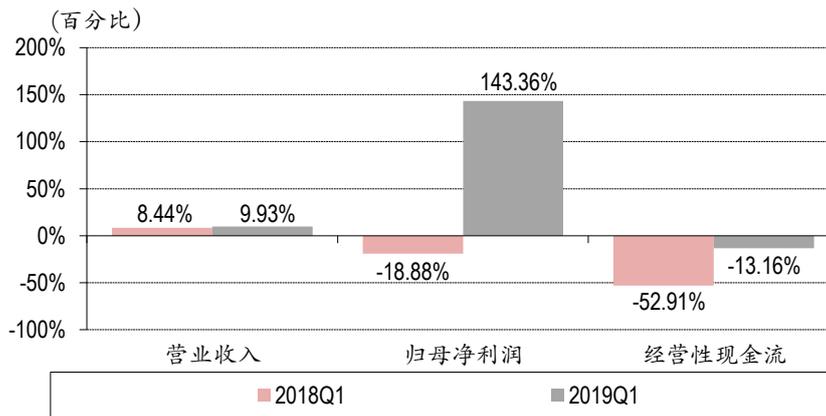
云软件现金流情况有所恶化主要因为部分软件厂商正处于云转型阶段, 商业模式尚未进入实质云付费阶段, 软件售卖加单体项目建设仍为主要形式, 而 2018 年企业客户普遍面临发展增速放缓及现金流有所恶化的情况。而如广联达、用友网络等转型较为成功的厂商成长和现金流情况较好, 为其他行业软件厂商转型提供路径借鉴。

图表 29. 云计算软件 2017-2018 年营收、净利润、经营现金流增速变化



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 30. 云计算软件 2018Q1 和 2019Q1 营收、净利润、经营现金流增速变化



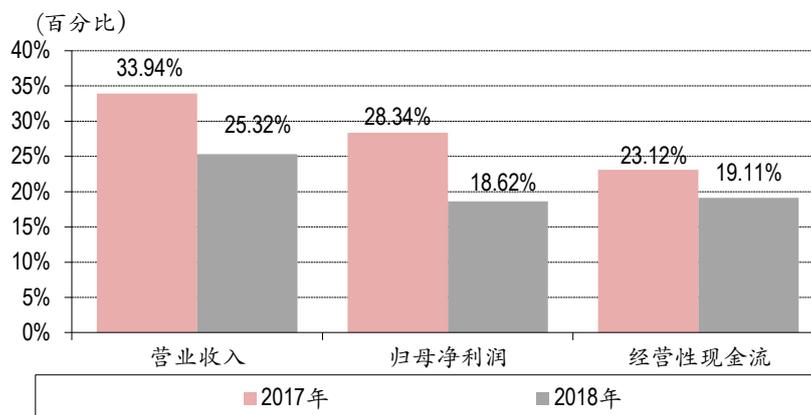
资料来源：万得，中银国际证券

### 智能安防 2018 年增速下滑，受政府投入变动和海外营商环境变化影响

智能安防 2018 年三指标增速均下滑，2019Q1 增速表现一般，仅经营现金流改善较好。2018 年智能安防板块营收、归母净利润、经营现金流分别同比增长 25.3%、18.6%和 19.1%，增速均有所下滑，行业增速下滑主要受政府财政压力加大和海外营商环境变化影响。。2019Q1 营收、归母净利润、经营现金流分别同比增长 15.7%、1.0%和 5.5%，现金流提升 26.3pct 至 5.5%。

2018 年行业发展平稳，符合市场 20%以上的预期，关注未来新布局。在经历“平安城市”、“雪亮工程”等快速发展阶段后，智能安防行业将进入平稳发展时期。在财务指标方面，鉴于政府公安客户财政压力加大，未来应关注行业的营收账款及现金流量情况。在产品创新方面，应关注智慧城市建设普及程度及 AI 技术的应用深度。综合来看，品牌巨头议价能力较强，技术储备深厚，应该关注如海康威视及大华股份的前瞻布局。

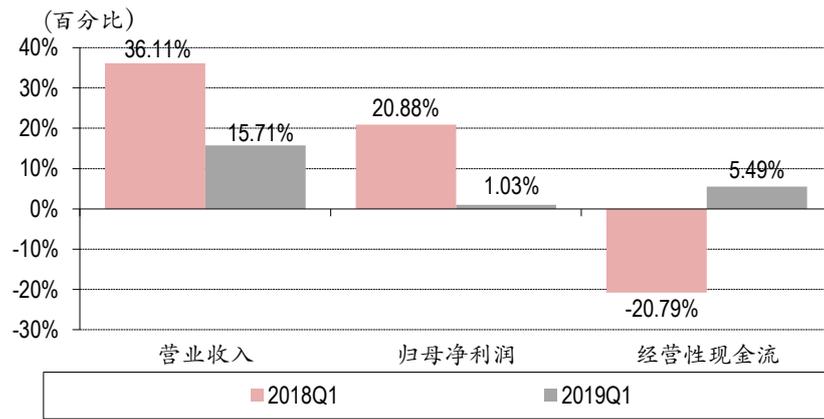
图表 31. 智能安防 2017-2018 年营收、净利润、经营现金流增速变化



资料来源：万得，中银国际证券



图表 32. 智能安防 2018Q1 和 2019Q1 营收、净利润、经营现金流增速变化



资料来源：万得，中银国际证券



## 投资建议

2018 年行业经受商誉压力集中释放，人为施压后积累了业绩增长的弹性势能，2019Q1 各指标表现良好。医疗 IT、金融科技、云计算等板块持续向好。重点推荐医疗 IT 领域的**卫宁健康、创业慧康、万达信息**，金融科技领域的**航天信息**，信息安全领域的**启明星辰**，云软件领域的**广联达、用友网络、超图软件**，云硬件领域的**浪潮信息、紫光股份**。



## 风险提示

### 1、新技术落地进展不及预期

新技术升级及产品化落地，对以计算机为代表的科技行业影响深远，若技术研发落地进展不及预期，将对行业产品和格局产生一定的消极影响。

### 2、下游需求不及预期

随着下游客户盈利水平出现不平滑的现象，不同下游行业的景气度不同，特别是随着降税减费对政府财政的影响，可能出现行业客户需求不及预期的风险。

### 3、政策传导不力

行业公司多数客户为政府端，而政府客户政策制定传导时间周期不一，较难预测，或将导致企业难以把握行业需求。

附录图表 33. 推荐的重点公司估值表

代码	公司	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE				评级
				2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E	
300253.SZ	卫宁健康	12.44	202	0.14	0.19	0.26	0.36	88	67	48	34	买入
300451.SZ	创业慧康	20.89	101	0.34	0.44	0.59	0.79	62	48	35	26	买入
300168.SZ	万达信息	13.37	147	0.30	0.21	0.37	0.44	45	63	36	30	买入
600271.SH	航天信息	23.58	439	0.84	0.87	1.09	1.27	28	27	22	19	买入
002410.SZ	广联达	26.76	301	0.42	0.39	0.46	0.56	64	69	58	48	买入
600588.SH	用友网络	21.7	540	0.20	0.32	0.44	0.59	107	68	49	37	买入
300036.SZ	超图软件	14.39	65	0.44	0.37	0.49	0.73	33	39	29	20	买入
000977.SZ	浪潮信息	23.36	301	0.33	0.51	0.74	0.90	70	46	32	26	买入
000938.SZ	紫光股份	36.81	537	1.08	1.17	1.59	1.99	34	32	23	19	买入
002439.SZ	启明星辰	24.67	221	0.50	0.63	0.82	1.00	49	39	30	25	买入

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 2019 年 5 月 7 日

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371