

计算机行业

通过年报&季报，我们读到了什么？

评级：增持（维持）

分析师：谢春生

执业证书编号：S0740518010002

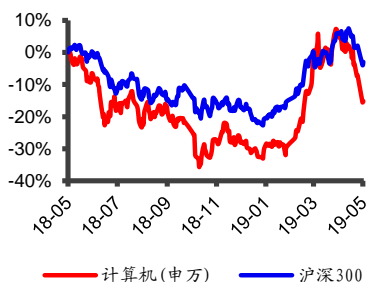
Email: xiecs@r.qlzq.com.cn

研究助理：杨亚宇

Email: yanggy@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	207
行业总市值(亿元)	20060
行业流通市值(亿元)	14016

行业-市场走势对比

相关报告
投资要点

- 18 年年报：商誉减值拖累整体业绩。**（1）**营收增长提速。**2018 年，计算机行业的上市公司整体收入增速为 19%，同比增长 8 个百分点。收入增长提速。（2）**净利大幅下滑。**2018 年计算机行业整体归母净利润增速为 -43%，同比回落 70 个百分点；扣非归母净利润增速为 -58%，同比回落 76 个百分点。我们认为，核心原因是，2018 年计算机行业的上市公司出现大规模商誉减值，对板块整体业绩影响较大。（3）**剔除商誉减值大于 1 亿的 20 家公司后，2018 年计算机行业整体扣非净利同比增长 17%；归母净利润同比增长 6%。**
- 18 年年报：毛利率回落，费用率基本稳定。**（1）**毛利率回落。**2018 年，计算机行业整体毛利率为 27.5%，同比回落 1.4 个百分点。（2）**费用率基本保持稳定。**2018 年，计算机行业销售费用率为 7.2%，同比回落 0.1 个百分点。管理费用率为 12.6%，同比增加 0.3 个百分点。
- 18 年年报：研发投入持续加大。**（1）**研发支出继续增加。**2018 年计算机行业整体研发支出同比增长 21.6%，连续 4 年维持 20% 以上的研发支出增速。（2）**研发支出占营收比例继续提升。**计算机行业整体研发支出占营收比例为 8.1%，比 2017 年提升 0.2 个百分点。（3）**2018 年，计算机行业研发投入占收入比例的中位数为 10.5%。**四维图新、恒生电子两家公司，2018 年研发投入金额均超过 10 亿且研发投入占收入比例均超过 30%。
- 19 年 1 季报：业绩改善。**（1）**19Q1 收入增速放缓。**19Q1 计算机行业样本公司收入增速为 17%，同比回落 13 个百分点。收入增速放缓。（2）**净利增速明显改善。**19Q1 计算机行业样本公司归母净利润增速为 54%，同比增加 43 个百分点；同时，我们注意到 19Q1 计算机行业样本公司归母净利润 67 亿元，扣非归母净利润仅 32 亿元，这说明 19 年第一季度计算机行业上市公司非经常性损益过大，扣非归母净利润增速更能代表行业实际的盈利情况。（3）**扣非净利增速回落。**19Q1 计算机行业样本公司扣非归母净利润增速为 9%，同比回落 24 个百分点。（4）**相对 2018 年年报，业绩明显改善。**2018 年计算机行业整体归母净利润增速为 -43%；扣非归母净利润增速为 -58%。与 2018 年相比，19Q1 计算机行业净利增速、扣非净利增速明显改善。
- 投资建议：**我们看好流动性放松下计算机行业的投资机会。目前建议关注两条线：一条从下游需求出发，下游边际需求向上的细分领域。另一条，产业逐步落地且具备长期增量空间的细分领域。具体而言，建议关注以下细分领域：1、金融 IT：推荐东方财富、同花顺、恒生电子、赢时胜。2、医疗 IT：推荐卫宁健康、思创医惠。3、智能驾驶：推荐四维图新、德赛西威、中科创达。4、云计算：推荐石基信息、用友网络、广联达。5、云基础设施：浪潮信息、中科曙光、宝信软件。6、人工智能：科大讯飞。7、信息安全：美亚柏科、中新赛克、深信服等。另外，包括上海钢联、航天信息等。
- 风险提示。**行业景气度回升进程低于预期的风险；人力成本上升超过预期的风险；行业业绩增速低于预期的风险；技术的演进进程低于预期的风险；新的商业模式的兑现低于预期的风险。

内容目录

1、18 年年报：商誉减值拖累整体业绩	- 5 -
2、18 年年报：三表分析	- 8 -
2.1 年报-利润表分析	- 8 -
2.2 年报-资产负债表分析	- 9 -
2.3 年报-现金流量表分析	- 10 -
3、18 年年报：业绩分层分析	- 11 -
4、18 年年报：研发投入分析	- 14 -
5、19 年 1 季报：业绩改善	- 17 -
6、19 年 1 季报：三表分析	- 18 -
6.1 19Q1-利润表分析	- 18 -
6.2 19Q1-资产负债表分析	- 20 -
6.3 19Q1-现金流量表分析	- 21 -
7、计算机行业仓位	- 22 -
8、投资建议	- 23 -
9、风险提示	- 24 -

图表目录

图表 1: 计算机行业 14-18 年营业收入.....	- 5 -
图表 2: 计算机行业 14-18 年归母净利润.....	- 5 -
图表 3: 计算机行业 14-18 年扣非归母净利润.....	- 5 -
图表 4: 17 年商誉减值超过 1 亿元的公司.....	- 6 -
图表 5: 18 年商誉减值超过 1 亿元的公司.....	- 6 -
图表 6: 剔除商誉减值大于 10 亿公司后的营收.....	- 7 -
图表 7: 剔除商誉减值大于 10 亿公司后的扣非归母净利润.....	- 7 -
图表 8: 剔除商誉减值大于 5 亿公司后的营收.....	- 7 -
图表 9: 剔除商誉减值大于 5 亿公司后的扣非归母净利润.....	- 7 -
图表 10: 剔除商誉减值大于 1 亿公司后的营收.....	- 7 -
图表 11: 剔除商誉减值大于 1 亿公司后的扣非归母净利润.....	- 7 -
图表 12: 毛利率和净利润率.....	- 8 -
图表 13: 费用率.....	- 8 -
图表 14: 年报-利润表分析.....	- 9 -
图表 15: 年报-资产负债表分析.....	- 10 -
图表 16: 年报-现金流量表分析.....	- 11 -
图表 17: 不同体量样本公司的收入和净利润增速.....	- 12 -
图表 18: 不同收入体量公司的营业收入增速.....	- 12 -
图表 19: 不同收入体量公司的归母净利润增速.....	- 13 -
图表 20: 不同收入体量公司的扣非归母净利润增速.....	- 13 -
图表 21: 18 年商誉减值超过 1 亿元的公司.....	- 14 -
图表 22: 研发支出情况.....	- 14 -
图表 23: 研发支出占营收比例.....	- 15 -
图表 24: 研发支出大于 5 亿的公司.....	- 16 -
图表 25: 研发支出占营收比例大于 20% 的公司.....	- 16 -
图表 26: 16Q1-19Q1 营业收入.....	- 17 -
图表 27: 16Q1-19Q1 归母净利润.....	- 18 -
图表 28: 16Q1-19Q1 扣非归母净利润.....	- 18 -
图表 29: 毛利率和净利润率.....	- 18 -
图表 30: 费用率.....	- 19 -
图表 31: 19Q1--利润表分析.....	- 20 -
图表 32: 19Q1-资产负债表分析.....	- 21 -
图表 33: 19Q1-现金流量表分析.....	- 22 -

图表 34: 基金对计算机行业的仓位 - 22 -

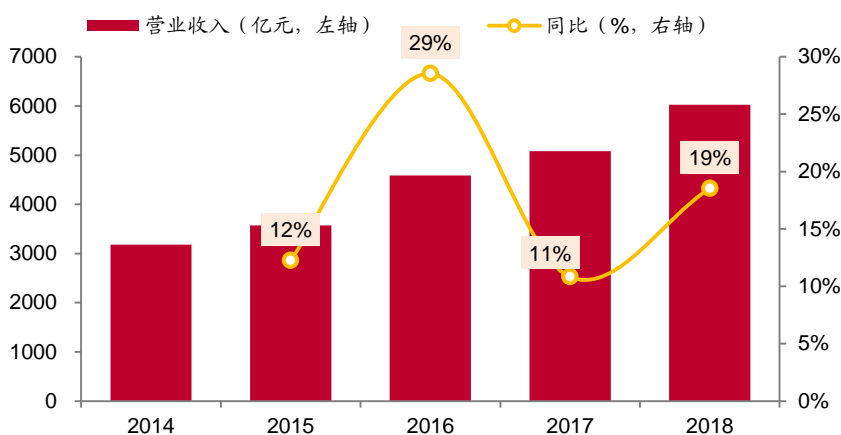
图表 35: 计算机行业配置情况 - 23 -

2018 年年报和 2019 年一季报已披露完毕。在这篇报告中，我们主要对计算机行业业绩进行总结。

1、18 年年报：商誉减值拖累整体业绩

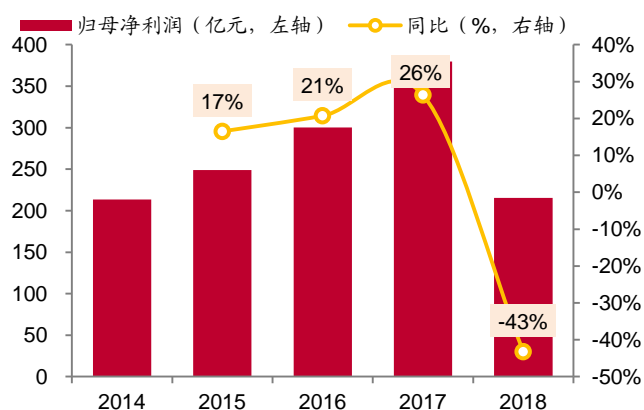
- **2018 年年报分析：收入增长提速。**我们选取了申万计算机行业的上市公司作为样本。2018 年计算机行业整体收入增速为 19%，同比增长 8 个百分点。
- **净利大幅下滑。**2018 年计算机行业整体归母净利润增速为-43%，同比回落 70 个百分点；扣非归母净利润增速为-58%，同比回落 76 个百分点。

图表 1：计算机行业 14-18 年营业收入



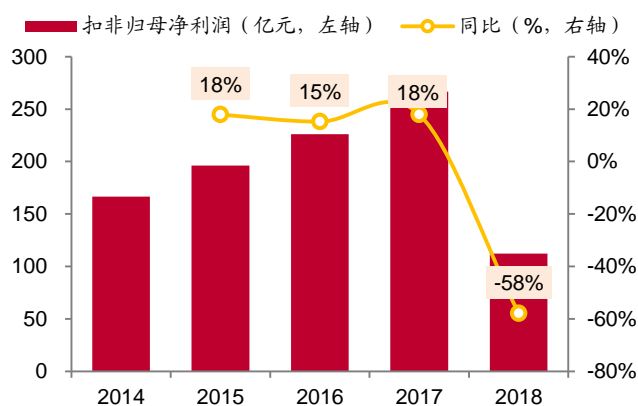
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 2：计算机行业 14-18 年归母净利润



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 3：计算机行业 14-18 年扣非归母净利润



来源：Wind、中泰证券研究所

- **关注 2018 年大规模商誉减值现象。**2017 年，计算机行业商誉减值超过 1 亿元的公司仅有 8 家。2018 年，计算机行业商誉减值超过 1 亿元的公司却已经高达 20 家。18 年商誉减值金额也远超 17 年的值。

图表 4: 17 年商誉减值超过 1 亿元的公司

人民币: 亿元	公司简称	商誉减值损失 (17年)
1	东华软件	4.48
2	东方通	3.85
3	中科金财	3.73
4	*ST荣联	2.98
5	汇金股份	2.43
6	任子行	2.00
7	信雅达	2.00
8	*ST中安	1.50

来源: Wind、中泰证券研究所

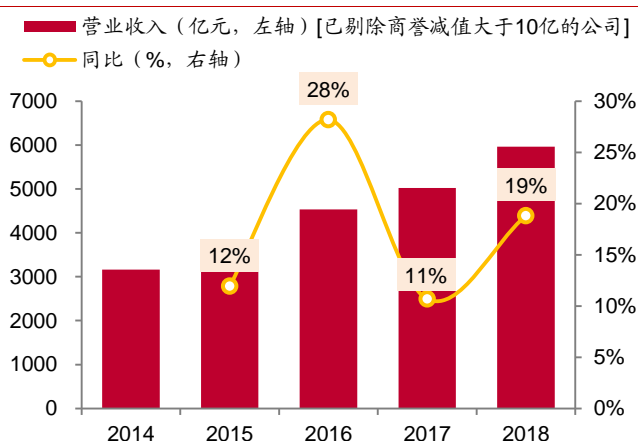
图表 5: 18 年商誉减值超过 1 亿元的公司

人民币: 亿元	公司简称	商誉减值损失 (18年)
1	飞利信	15.51
2	久其软件	10.77
3	立思辰	10.77
4	四维图新	9.25
5	捷成股份	8.46
6	*ST中安	7.13
7	*ST荣联	6.81
8	浩丰科技	6.52
9	*ST工新	6.26
10	达华智能	5.99
11	初灵信息	5.11
12	创意信息	4.72
13	联络互动	3.78
14	旋极信息	3.22
15	金证股份	2.41
16	东华软件	2.26
17	神州信息	1.94
18	*ST凯瑞	1.74
19	任子行	1.74
20	天夏智慧	1.05

来源: Wind、中泰证券研究所

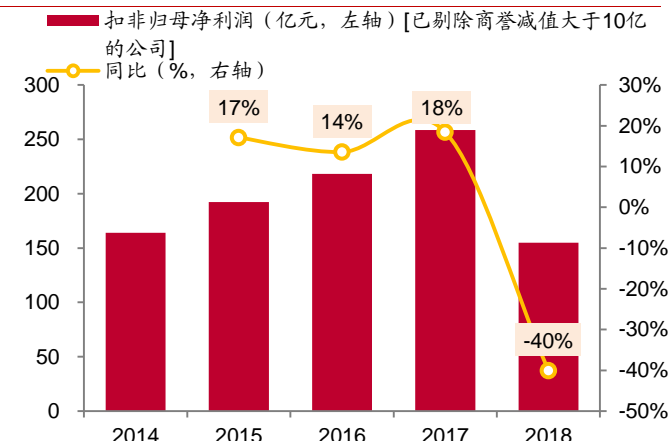
- 剔除商誉减值大于 10 亿的公司后, 扣非净利同比减少 40%。剔除 18 年商誉减值大于 10 亿的公司后, 2018 年计算机行业整体归母净利润增速为 -31%, 同比回落 57 个百分点; 扣非归母净利润增速为 -40%, 同比回落 58 个百分点。
- 剔除商誉减值大于 5 亿的公司后, 扣非净利同比增长 4%。剔除 18 年商誉减值大于 5 亿的公司后, 2018 年计算机行业整体归母净利润增速为 -2%, 同比回落 35 个百分点; 扣非归母净利润增速为 4%, 同比回落 21 个百分点。
- 剔除商誉减值大于 1 亿的公司后, 扣非净利同比增长 17%。剔除 18 年 20 家商誉减值大于 1 亿的公司后, 2018 年计算机行业整体归母净利润增速为 6%, 同比回落 31 个百分点; 扣非归母净利润增速为 17%, 仅同比回落 15 个百分点。
- 不难看出, 商誉减值对计算机行业上市公司影响很大, 拖累了上市公司的整体业绩。如果不考虑 18 年 20 家商誉减值大于 1 亿的公司, 2018 年计算机行业整体归母净利润增速为 6%, 同比回落 31 个百分点; 扣非归母净利润增速为 17%, 仅同比回落 15 个百分点。

图表 6: 剔除商誉减值大于 10 亿公司后的营收



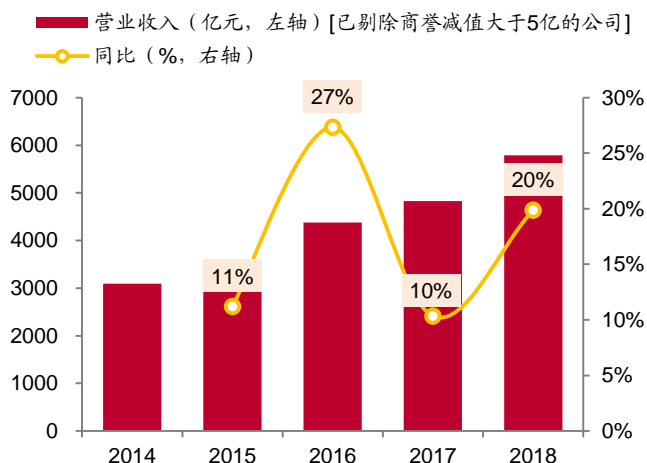
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 7: 剔除商誉减值大于 10 亿公司后的扣非归母净利润



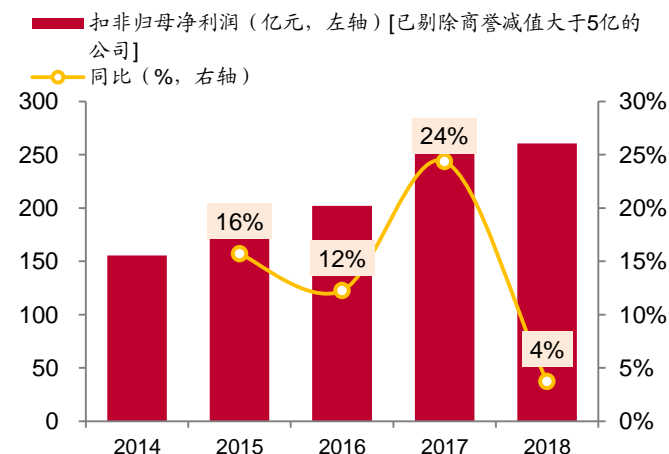
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 8: 剔除商誉减值大于 5 亿公司后的营收



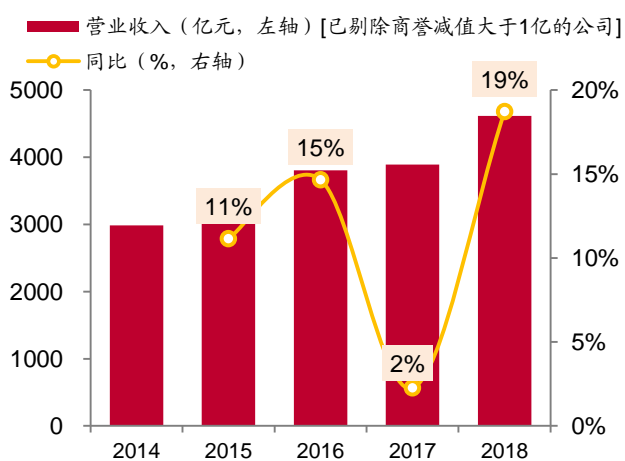
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 9: 剔除商誉减值大于 5 亿公司后的扣非归母净利润



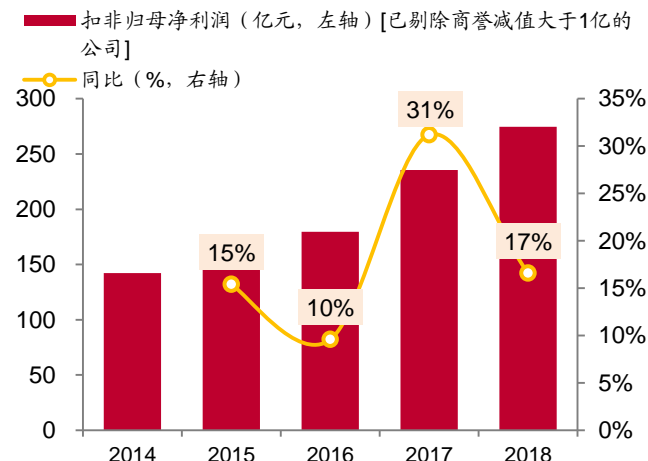
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 10: 剔除商誉减值大于 1 亿公司后的营收



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 11: 剔除商誉减值大于 1 亿公司后的扣非归母净利润



来源: Wind、中泰证券研究所

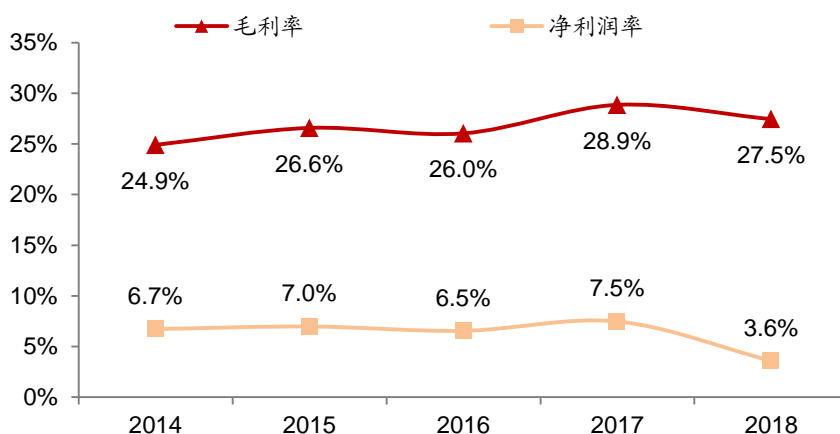
2、18 年年报：三表分析

2.1 年报-利润表分析

■ 毛利率和净利润率回落

- (1) 毛利率：2018 年，计算机行业毛利率为 27.5%，同比回落 1.4 个百分点。
- (2) 净利润率：2018 年，计算机行业净利率为 3.6%，同比回落 3.9 个百分点。如第一章所分析，其直接原因为大规模商誉减值。

图表 12：毛利率和净利润率

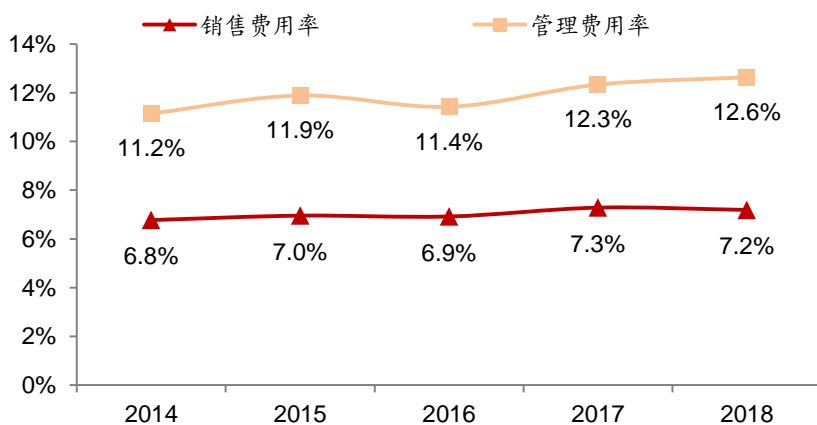


来源：Wind、中泰证券研究所

■ 费用率稳定

- (1) 销售费用率：2018 年，计算机行业销售费用率为 7.2%，同比回落 0.1 个百分点。
- (2) 管理费用率：2018 年，计算机行业管理费用率为 12.6%，同比增加 0.3 个百分点。
- (3) 我们认为，相对 2017 年，2018 年计算机行业上市公司费用控制能力变化不大。

图表 13：费用率



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 14: 年报-利润表分析

(人民币, 亿元)	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入	3179	3568	4587	5083	6025
营业成本	2387	2620	3392	3616	4371
毛利	792	949	1195	1467	1654
销售费用	215	248	317	370	433
管理费用	354	424	524	627	761
营业利润	197	229	299	455	303
营业外收入	64	80	88	22	17
利润总额	258	303	373	471	299
所得税	34	44	53	63	56
归母净利润	214	249	300	380	215
财务指标 (%)					
毛利率	24.9%	26.6%	26.0%	28.9%	27.5%
销售费用率	6.8%	7.0%	6.9%	7.3%	7.2%
管理费用率	11.2%	11.9%	11.4%	12.3%	12.6%
营业利润率	6.2%	6.4%	6.5%	9.0%	5.0%
所得税率	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	0.9%
净利润率	6.7%	7.0%	6.5%	7.5%	3.6%
营收增长率		12.3%	28.5%	10.8%	18.5%
毛利增长率		19.8%	25.9%	22.8%	12.7%
销售费用增长率		15.3%	27.9%	16.7%	17.0%
管理费用增长率		19.7%	23.5%	19.7%	21.4%
营业利润增长率		16.1%	30.7%	52.5%	-33.4%
营业外收入增长率		25.4%	10.3%	-74.6%	-23.4%
净利润增长率		16.5%	20.7%	26.4%	-43.2%

来源: Wind、中泰证券研究所

2.2 年报-资产负债表分析

- **应收账款/营业收入比例不变。**2018年,应收账款/营业收入比例为28.0%,与2017年持平,收益质量变化不大。
- **存货/营业收入比例下降。**存货/营业收入比例为16.5%,同比回落0.9个百分点,表明企业运营效率提升,变现能力提升。
- **开发支出/净利润比例大幅增加。**开发支出/营业收入比例为26.3%,同比增加12.3个百分点,增加幅度很大,一方面表明企业研发投入持续加大,另一方面也表明2018年企业净利润不高。
- **商誉/净利润比例大幅增加。**商誉/净利润比例高达4.59,2017年同期仅为2.60。2018年,商誉/净利润比例远超历史(2014-2017年)均值。我们认为该比例过大时,应该留意各上市公司潜在的商誉减值风险。

图表 15: 年报-资产负债表分析

(人民币, 亿元)	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入	3179	3568	4587	5083	6025
归母净利润	214	249	300	380	215
货币资金	1045	1360	1592	1910	2011
应收账款	803	966	1128	1425	1684
存货	513	608	704	882	992
应付职工薪酬	69	84	109	134	169
开发支出	22	30	39	53	57
商誉	209	431	826	985	989
预收账款	214	274	322	391	436
比率 (%)					
应收账款/营业收入	25.3%	27.1%	24.6%	28.0%	28.0%
存货/营业收入	16.1%	17.0%	15.3%	17.4%	16.5%
预收账款/营业收入	6.7%	7.7%	7.0%	7.7%	7.2%
货币资金/营业收入	32.9%	38.1%	34.7%	37.6%	33.4%
应付职工薪酬/营业收入	2.2%	2.4%	2.4%	2.6%	2.8%
开发支出/净利润	10.1%	12.0%	13.1%	13.9%	26.3%
商誉/净利润	0.98	1.73	2.75	2.60	4.59

来源: Wind、中泰证券研究所

2.3 年报-现金流量表分析

- **销售商品、提供劳务获得现金增速较快。**2018年,销售商品、提供劳务获得现金为6562亿元,同比增长20.4%,增速超过18年营业收入的增速(19%)。我们认为,这说明计算机行业上市公司经营活动的收益质量有一定改善。
- **经营性净现金流明显改善。**2017年经营性净现金流同比减少9.7%。2018年,经营性净现金流同比增长58.8%,现金流明显改善。
- **投资性净现金流同比增加29.5%**,但投资性净现金流仍保持为负数,表明行业内企业仍在通过投资的方式进行扩张。2016年至今,企业对外扩张强度逐年减弱。
- **融资性净现金流同比减少81.6%**,表明行业内融资金额减少,这主要与增发政策改变有关,目前行业内企业主要通过发行可转债等方式进行融资。

图表 16: 年报-现金流量表分析

(人民币, 亿元)	2014	2015	2016	2017	2018
销售商品、提供劳务获得现金	3313	3785	4889	5451	6562
经营性现金流	187	240	251	227	360
投资性现金流	-248	-360	-856	-586	-413
融资性现金流	112	425	894	458	84
(%)					
销售商品、提供劳务获得现金变化		14.3%	29.2%	11.5%	20.4%
经营性现金流变化		28.7%	4.4%	-9.7%	58.8%
投资性现金流变化		-44.9%	-138.1%	31.5%	29.5%
融资性现金流变化		280.4%	110.1%	-48.8%	-81.6%

来源: Wind、中泰证券研究所

3、18 年年报: 业绩分层分析

- **为什么进行分层分析?** 2018 年 11 月 04 日, 我们在报告《三季报分析: 分化、提速, 关注需求端》中提到: **2018 年计算机行业公司表现出来的特点是“分化”**, 这种分化不仅体现在股价的表现上, 更加体现在公司业务增长和业绩增速方面。我们直观看到的现象是, 大市值、大体量的公司在收入增长和业绩改善方面, 表现的更为好一些; 相比之下, 小市值、小体量公司的业绩改善幅度较小, 甚至出现业绩下滑现象。为了更好地对行业内公司进行全面分析, 我们对计算机行业进行分层分析, 分层的标准是按照公司 2018 年收入体量进行分类。
- **分层类型。** 我们分层的类型包括:

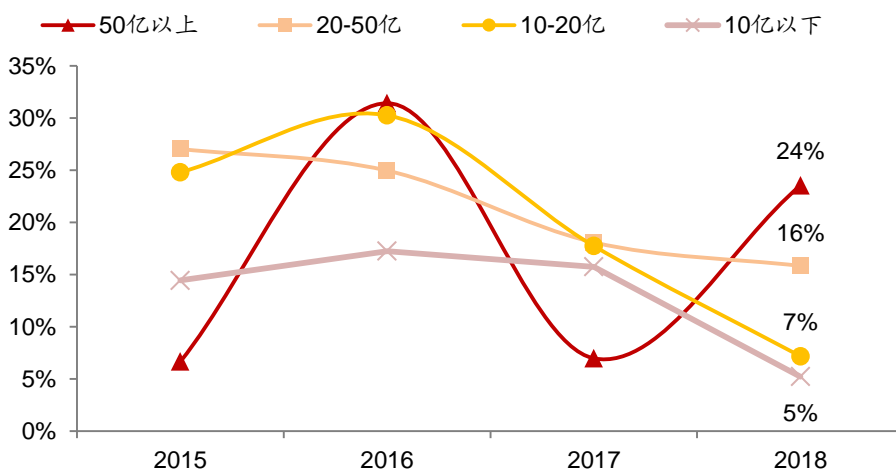
 - (1) 2018 年收入体量在 50 亿元以上的公司 (超大体量), 共 26 家上市公司;
 - (2) 2018 年收入体量在 20 亿元-50 亿元之间的公司 (大体量), 共 37 家上市公司;
 - (3) 2018 年收入体量在 10 亿元-20 亿元之间的公司 (中体量), 共 39 家上市公司;
 - (4) 2018 年收入体量在 10 亿元以下的公司 (小体量), 共 102 家上市公司。
- **营业收入分析: 大体量公司增速上升, 小体量公司增速回落。** 通过对以上分层样本公司的测算, 我们发现, 2018 年超大体量公司的收入增速相对较高, 且增速较 17 年同期提升。小体量公司的收入增速最小, 且增速出现明显下滑。处于中间的中层公司则表现较为一般。
- **原因分析。** 我们认为, 这其中可能的原因包括: 2018 年收入超过 50 亿元的公司大部分都是细分领域中的龙头或者龙二。目前各细分领域产业集中度不断提升, 行业龙头获得订单和业务的竞争力相对提升, 行业内小公司的相对优势变弱。与 18 年前第三季度的分析结论一致。

图表 17: 不同体量样本公司收入和净利润增速

指标	分层	2015	2016	2017	2018
营收	50亿以上	7%	31%	7%	24%
	20-50亿	27%	25%	18%	16%
	10-20亿	25%	30%	18%	7%
	10亿以下	14%	17%	16%	5%
归母净利润	50亿以上	17%	33%	30%	-21%
	20-50亿	10%	6%	27%	-81%
	10-20亿	25%	55%	-2%	-63%
	10亿以下	16%	7%	40%	-33%
扣非归母净利润	50亿以上	20%	27%	8%	-37%
	20-50亿	7%	6%	13%	-124%
	10-20亿	22%	47%	-5%	-84%
	10亿以下	21%	-2%	44%	-28%

来源: Wind、中泰证券研究所

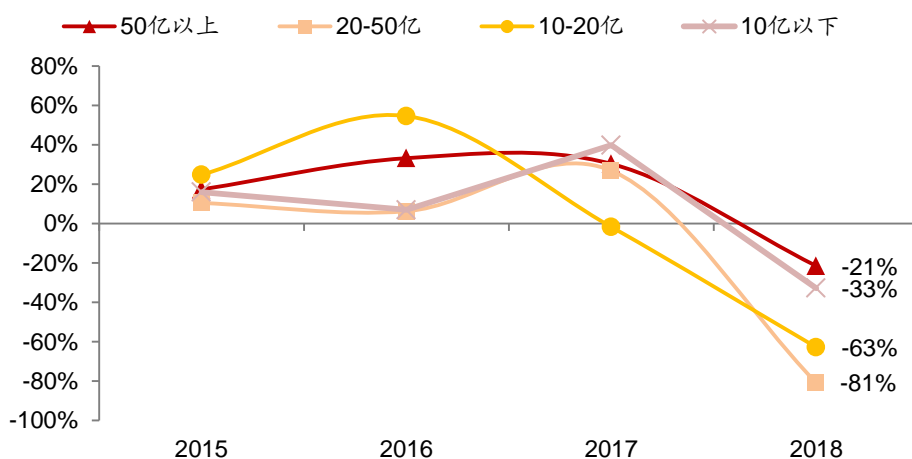
图表 18: 不同收入体量公司的营业收入增速



来源: Wind、中泰证券研究所

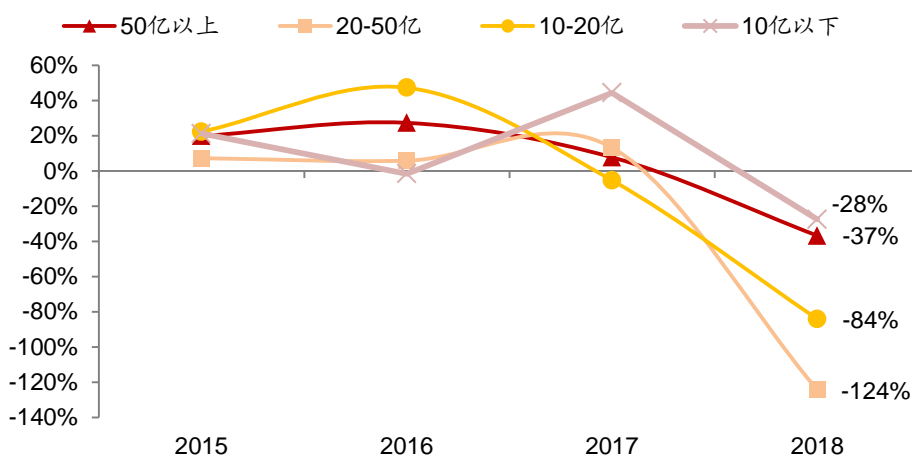
- **从净利润和扣非净利润角度来看**, 超大体量公司和小体量公司的归母净利润、扣非归母净利润下滑幅度小, 但是大体量公司和中等体量公司归母净利润、扣非归母净利润下滑幅度很大。不同体量的公司在利润增速方面表现出的差异比较大。
- **原因分析**。我们认为, 相对 2017 年, 2018 年计算机行业商誉减值现象十分突出。商誉减值较大的公司主要集中在大体量公司(收入 20-50 亿)和中等体量公司(收入 10-20 亿)。因此大体量公司和中等体量公司归母净利润、扣非归母净利润下滑幅度很大, 反而超大体量公司、小体量公司归母净利润和扣非归母净利润下滑幅度小。

图表 19: 不同收入体量公司的归母净利润增速



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 20: 不同收入体量公司的扣非归母净利润增速



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 21: 18 年商誉减值超过 1 亿元的公司

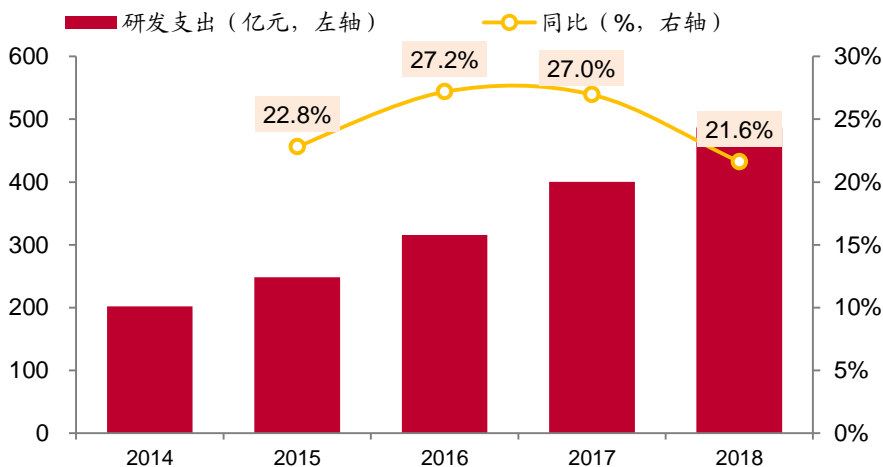
人民币: 亿元	公司简称	商誉减值损失 (18年)	营收 (18年)	公司类型
1	飞利信	15.51	14.26	中体量
2	久其软件	10.77	27.20	大体量
3	立思辰	10.77	19.52	中体量
4	四维图新	9.25	21.34	大体量
5	捷成股份	8.46	50.28	超大体量
6	*ST中安	7.13	36.26	大体量
7	*ST荣联	6.81	27.34	大体量
8	浩丰科技	6.52	5.53	小体量
9	*ST工新	6.26	3.32	小体量
10	达华智能	5.99	28.81	大体量
11	初灵信息	5.11	4.20	小体量
12	创意信息	4.72	16.05	中体量
13	联络互动	3.78	139.89	超大体量
14	旋极信息	3.22	38.55	大体量
15	金证股份	2.41	48.91	大体量
16	东华软件	2.26	84.71	超大体量
17	神州信息	1.94	90.77	超大体量
18	*ST凯瑞	1.74	0.25	小体量
19	任子行	1.74	12.03	中体量
20	天夏智慧	1.05	10.91	中体量

来源: Wind、中泰证券研究所

4、18 年年报: 研发投入分析

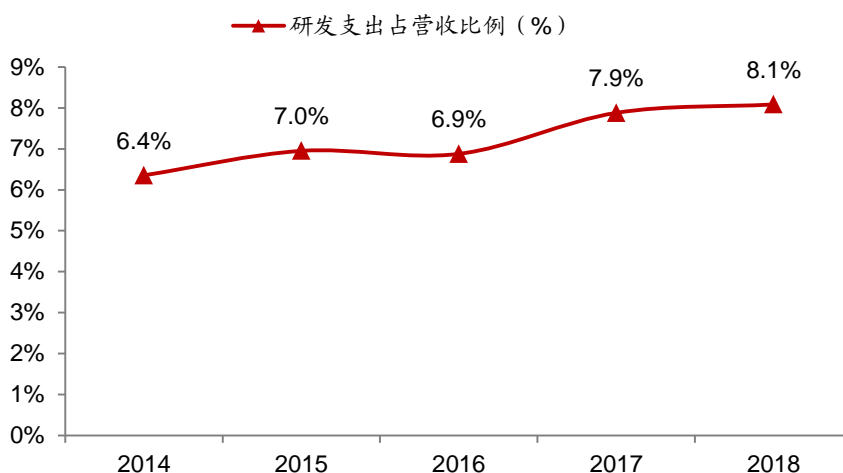
- 研发投入持续加大。(1) 研发支出继续增加。2018 年计算机行业整体研发支出同比增长 21.6%，连续 4 年维持 20% 以上的研发支出增速。(2) 研发支出占营收比例继续提升。2018 年，计算机行业整体研发支出占营收比例为 8.1%，比 2017 年提升 0.2 个百分点。

图表 22: 研发支出情况



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 23: 研发支出占营收比例



来源: Wind、中泰证券研究所

- **研发投入金额最多的公司。**从计算机行业公司研发投入金额来看, 2018 年研发投入在 5 亿元以上的公司有 22 家。2018 年研发投入在 10 亿元以上的公司有 11 家, 分别是紫光股份、三六零、浪潮信息、科大讯飞、用友网络、恒生电子、四维图新、东软集团、航天信息、东华软件、中国软件。
- **研发投入占营收比例最高的公司。**2018 年研发投入金额占收入比例超过 20% 的公司有 28 家。2018 年研发投入金额占收入比例超过 30% 的公司有 5 家, 分别是四维图新、恒生电子、赢时胜、信雅达、浪潮软件。
- **2018 年, 计算机行业研发投入占收入比例的中位数为 10.5%。**
- **值得注意的是: 四维图新、恒生电子两家公司, 2018 年研发投入金额均超过 10 亿且研发投入占收入比例均超过 30%。**

图表 24: 研发支出大于 5 亿的公司

人民币: 亿元	营业收入 (18年)	研发支出 (18年)	研发支出 占收入比
紫光股份	483.1	33.2	6.9%
三六零	131.3	25.5	19.4%
浪潮信息	469.4	18.9	4.0%
科大讯飞	79.2	17.7	22.4%
用友网络	77.0	14.9	19.3%
恒生电子	32.6	14.0	43.0%
四维图新	21.3	11.7	54.7%
东软集团	71.7	10.5	14.6%
航天信息	279.4	10.3	3.7%
东华软件	84.7	10.1	12.0%
中国软件	46.1	10.1	21.8%
广联达	28.6	8.0	28.0%
深信服	32.2	7.8	24.2%
中国长城	100.1	7.5	7.5%
中科曙光	90.6	7.2	8.0%
千方科技	72.5	6.9	9.5%
金证股份	48.9	6.2	12.7%
万达信息	22.0	5.8	26.5%
苏州科达	24.5	5.8	23.6%
宝信软件	54.7	5.5	10.1%
启明星辰	25.2	5.5	21.7%
德赛西威	54.1	5.4	10.0%

来源: Wind、中泰证券研究所

图表 25: 研发支出占营收比例大于 20% 的公司

人民币: 亿元	营业收入 (18年)	研发支出 (18年)	研发支出 占收入比
四维图新	21.3	11.7	54.7%
恒生电子	32.6	14.0	43.0%
赢时胜	6.4	2.3	36.0%
信雅达	12.2	4.2	34.2%
浪潮软件	12.1	3.9	31.8%
维宏股份	2.3	0.7	28.7%
同花顺	13.9	4.0	28.6%
兆日科技	2.2	0.6	28.1%
广联达	28.6	8.0	28.0%
方直科技	1.1	0.3	26.7%
万达信息	22.0	5.8	26.5%
网达软件	2.0	0.5	25.2%
中新赛克	6.9	1.7	24.2%
深信服	32.2	7.8	24.2%
苏州科达	24.5	5.8	23.6%
绿盟科技	13.5	3.2	23.6%
远光软件	12.8	3.0	23.3%
迪普科技	7.0	1.6	22.4%
科大讯飞	79.2	17.7	22.4%
东方国信	20.0	4.5	22.3%
中国软件	46.1	10.1	21.8%
启明星辰	25.2	5.5	21.7%
初灵信息	4.2	0.9	21.0%
北信源	5.7	1.2	21.0%
顶点软件	3.0	0.6	20.8%
川大智胜	3.4	0.7	20.6%
卫宁健康	14.4	2.9	20.2%
麦迪科技	2.8	0.6	20.1%

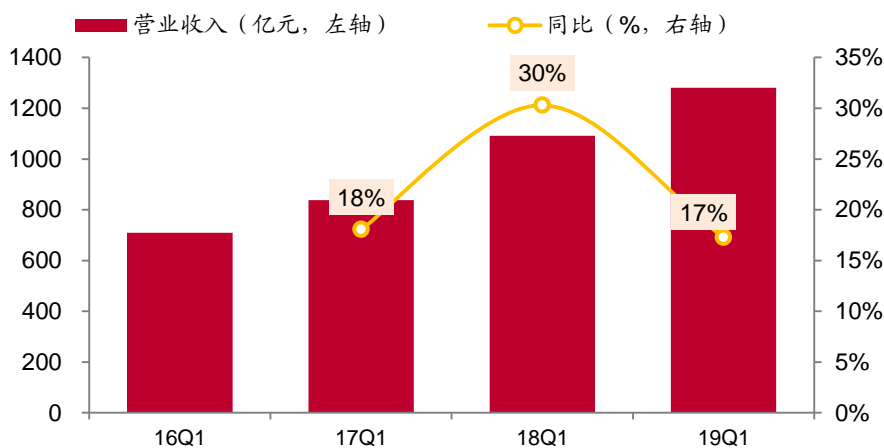
来源: Wind、中泰证券研究所

19年1季报样本选择。考虑到数据分析的时间跨度和数据可得性，我们对行业中的公司进行了样本筛选。由于我们所选的时间维度为16Q1-19Q1，因此，剔除掉这个时间区间内数据不可得的公司。最终保留了188家的样本公司。

5、19年1季报：业绩改善

- **19年1季报分析：收入增速放缓。**19Q1计算机行业样本公司收入增速为17%，同比回落13个百分点。考虑到计算机行业上市公司收入的季节性明显，大都集中在第四季度，因此19年第一季度的收入数据无法代表19年全年情况。

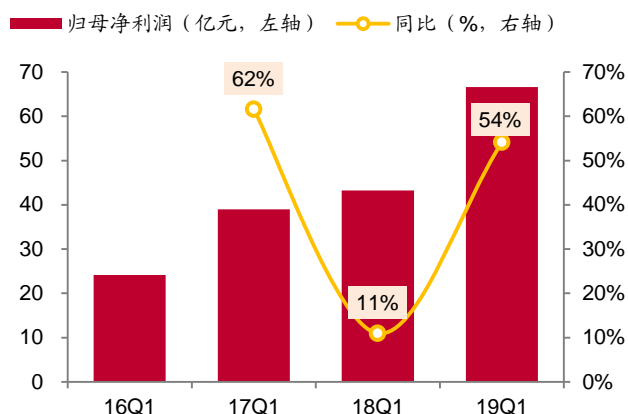
图表 26：16Q1-19Q1 营业收入



来源：Wind、中泰证券研究所

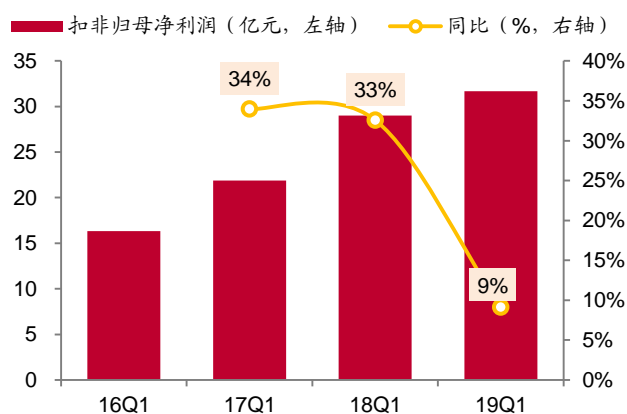
- **净利增速明显改善。**19Q1计算机行业样本公司归母净利润增速为54%，同比增加43个百分点；同时，我们注意到19Q1计算机行业样本公司归母净利润67亿元，扣非归母净利润仅32亿元，这说明19年第一季度计算机行业上市公司非经常性损益过大，扣非归母净利润增速更能代表行业实际的盈利情况。
- **扣非净利增速回落。**19Q1计算机行业样本公司扣非归母净利润增速为9%，同比回落24个百分点。
- **相对2018年年报，业绩明显改善。**2018年计算机行业整体归母净利润增速为-43%；扣非归母净利润增速为-58%。与2018年年报相比，19Q1计算机行业净利增速、扣非净利增速明显改善。

图表 27: 16Q1-19Q1 归母净利润



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 28: 16Q1-19Q1 扣非归母净利润



来源: Wind、中泰证券研究所

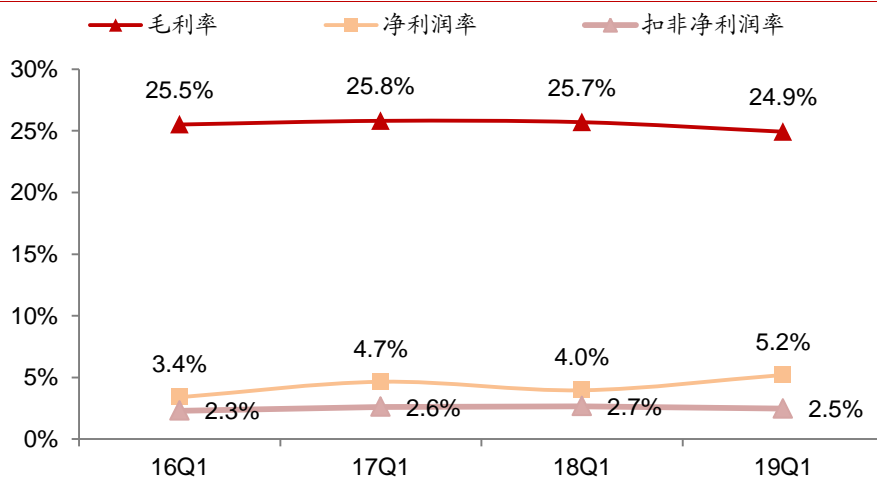
6、19 年 1 季报: 三表分析

6.1 19Q1-利润表分析

■ 毛利率、扣非净利率回落。

- (1) 毛利率回落。19Q1, 计算机行业样本公司毛利率为 24.9%, 同比回落 0.8 个百分点。
- (2) 19Q1, 计算机行业样本公司净利率为 5.2%, 同比增加 1.2 个百分点。
- (3) 扣非净利率回落。19 年第一季度计算机行业上市公司非经常性损益过大, 扣非净利率更能代表行业实际的盈利情况。19Q1, 计算机行业样本公司扣非净利率为 2.5%, 同比回落 0.2 个百分点。

图表 29: 毛利率和净利润率



来源: Wind、中泰证券研究所

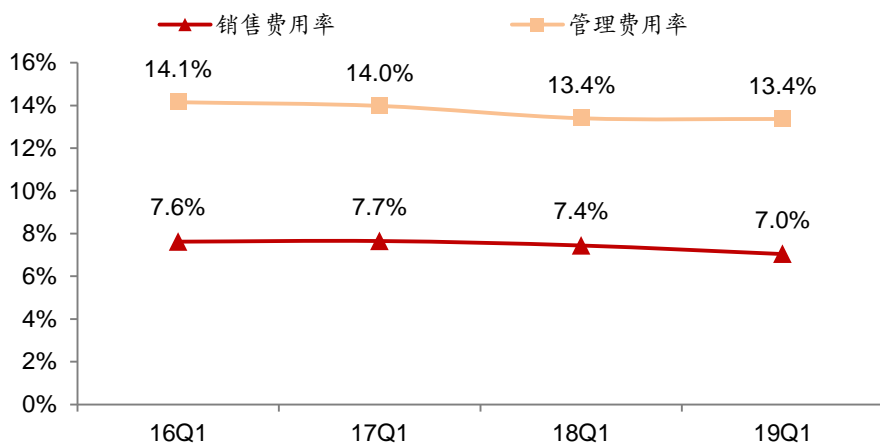
■ 费用控制能力提升

- (1) 销售费用率回落: 19Q1, 计算机行业样本公司销售费用率为 7.0%,

同比回落 0.4 个百分点。

(2) 管理费用率持平: 19Q1, 计算机行业样本公司管理费用率为 13.4%, 与 18Q1 相同。

图表 30: 费用率



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 31: 19Q1--利润表分析

(人民币, 亿元)	16Q1	17Q1	18Q1	19Q1
营业收入	710	838	1092	1280
营业成本	529	622	811	961
毛利	181	216	280	319
销售费用	54	64	81	90
管理费用	100	117	146	171
营业利润	17	34	56	85
营业外收入	15	18	3	1
利润总额	32	51	59	85
所得税	8	10	12	15
归母净利润	24	39	43	67
财务指标 (%)				
毛利率	25.5%	25.8%	25.7%	24.9%
销售费用率	7.6%	7.7%	7.4%	7.0%
管理费用率	14.1%	14.0%	13.4%	13.4%
营业利润率	2.5%	4.1%	5.2%	6.7%
所得税率	1.2%	1.3%	1.1%	1.2%
净利润率	3.4%	4.7%	4.0%	5.2%
营收增长率		18.0%	30.3%	17.3%
毛利增长率		19.4%	29.7%	13.8%
销售费用增长率		18.5%	26.7%	11.0%
管理费用增长率		16.6%	24.9%	17.0%
营业利润增长率		94.6%	66.0%	51.1%
营业外收入增长率		22.3%	-85.3%	-50.5%
净利润增长率		61.6%	10.9%	54.1%

来源: Wind、中泰证券研究所

6.2 19Q1-资产负债表分析

- **收益质量持续下滑。**我们对 188 家计算机行业样本公司进行统计:
 - (1) **应收账款/营业收入比例提升。**19Q1 应收账款/营业收入比例为 133.9%，同比提升 0.9 个百分点。
 - (2) **货币资金/营业收入比例回落。**货币资金/营业收入比例为 122.4%，同比回落 8.5 个百分点。
 - (3) **预收账款/营业收入比例回落。**预收账款/营业收入比例为 30.5%，同比回落 0.9 个百分点。
 - (4) 我们认为，16Q1-19Q1，计算机行业样本公司收益质量持续下滑。
- **存货/营业收入比例回落。**存货/营业收入比例为 78.3%，同比回落 6.7 个百分点，表明企业运营效率提升，变现能力提升。

图表 32: 19Q1-资产负债表分析

(人民币, 亿元)	16Q1	17Q1	18Q1	19Q1
营业收入	710	838	1092	1280
归母净利润	24	39	43	67
货币资金	1125	1371	1429	1567
应收账款	993	1175	1452	1715
存货	668	739	928	1003
应付职工薪酬	49	66	80	99
开发支出	36	46	59	66
商誉	502	894	1024	1023
预收账款	260	306	343	390
比率 (%)				
应收账款/营业收入	139.9%	140.3%	133.0%	133.9%
存货/营业收入	94.1%	88.2%	85.1%	78.3%
预收账款/营业收入	36.6%	36.5%	31.4%	30.5%
货币资金/营业收入	158.5%	163.6%	130.9%	122.4%
应付职工薪酬/营业收入	6.9%	7.8%	7.3%	7.7%
开发支出/净利润	149.4%	117.8%	136.0%	99.7%
商誉/净利润	20.83	22.95	23.68	15.36

来源: Wind、中泰证券研究所

6.3 19Q1-现金流量表分析

- **销售商品、提供劳务获得现金增速回落。**19Q1, 计算机行业 188 家样本公司销售商品、提供劳务获得现金为 1336 亿元, 同比增长 16.0%, 比 18Q1 回落 10 个百分点。
- **经营性净现金流明显改善。**19Q1, 计算机行业 188 家样本公司经营性净现金流同比增长 17.1%。17Q1、18Q1 经营性净现金流均同比减少, 19Q1 计算机行业样本公司经营性现金流明显改善。
- **投资性净现金流同比减少 16.3%,** 但投资性净现金流仍保持为负数, 表明行业内企业仍在通过投资的方式来进行扩张。19Q1, 企业对外扩张强度再次提升。
- **融资性净现金流同比减少 88.1%,** 表明行业内融资金额减少, 这主要与增发政策改变有关, 目前行业内企业主要通过发行可转债等方式进行融资。

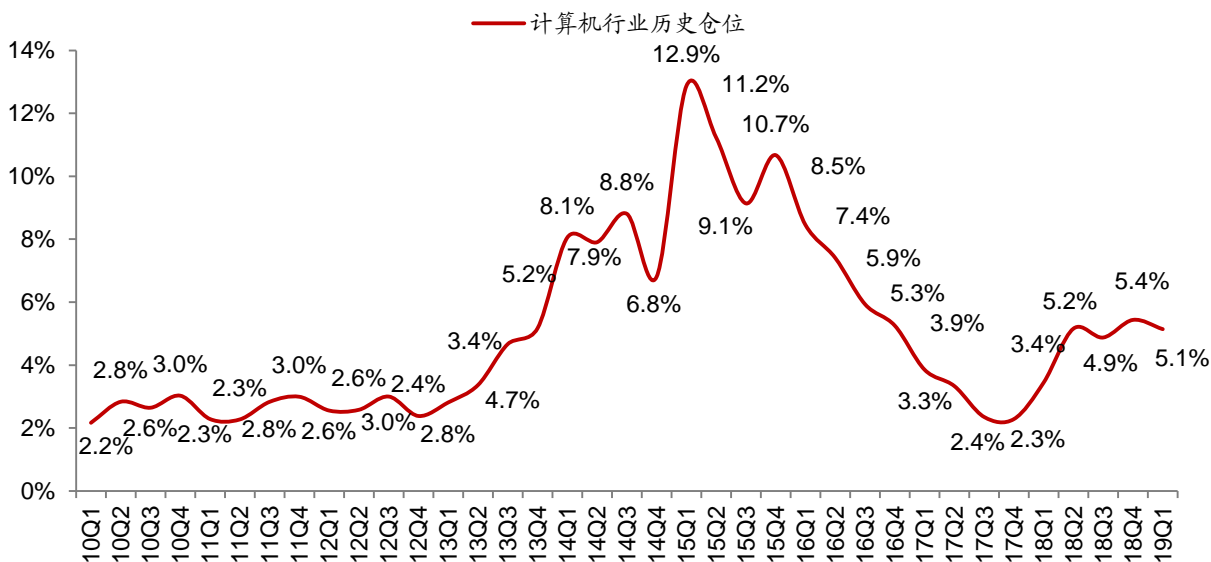
图表 33: 19Q1-现金流量表分析

(人民币, 亿元)	16Q1	17Q1	18Q1	19Q1
销售商品、提供劳务获得现金	728	914	1152	1336
经营性现金流	-195	-256	-316	-262
投资性现金流	-236	-190	-90	-105
融资性现金流	295	205	53	6
(%)				
销售商品、提供劳务获得现金变化		25.7%	26.0%	16.0%
经营性现金流变化		-30.8%	-23.6%	17.1%
投资性现金流变化		19.3%	52.6%	-16.3%
融资性现金流变化		-30.4%	-74.0%	-88.1%

来源: Wind、中泰证券研究所

7、计算机行业仓位

- 基金对计算机行业的仓位(持仓占比)下降。**截至 2019 年 4 月 24 日, 基金 19 年一季报已披露完毕, 基金季度报告中已披露各自的重仓股情况, 但非重仓股情况并没有披露。根据 Wind 统计的基金季报数据, 截至 2019 年 3 月 31 日, 公募基金对计算机行业持仓占比为 5.1%, 相比 2018Q4 下降 0.3 个百分点, 相比 2018Q1 上升 1.7 个百分点。

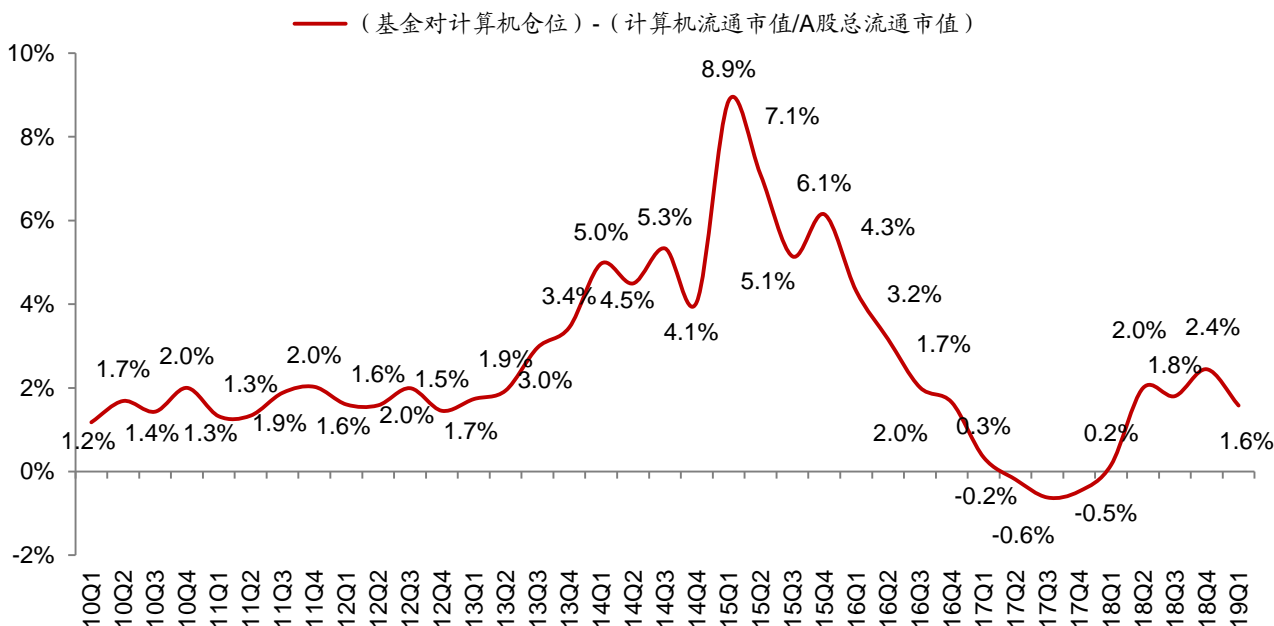
图表 34: 基金对计算机行业的仓位


来源: Wind、中泰证券研究所

注: 18Q4 选用基金 18 年年报数据, 非 18 年四季报数据

- **机构对计算机行业整体的配置比例不高。**我们将基金公司对计算机行业的配置仓位，与计算机行业流通市值占 A 股总流通市值的比例，进行对比，两者相减可以看出基金公司对计算机行业的配置仓位处于怎样的水平。2010 年至今，基金公司大部分时间对计算机行业属于超配状态。2019Q1，机构对计算机行业整体超配 1.6 个百分点，与历史水平对比，2019Q1 机构对计算机行业整体的配置比例不高。

图表 35: 计算机行业配置情况



来源: Wind、中泰证券研究所

8、投资建议

- **2018 年：下游需求景气度依然旺盛。**2018 年，计算机行业的上市公司整体收入增速为 19%，同比增长 8 个百分点，收入增长提速表明下游需求景气度依然旺盛。2018 年计算机行业的上市公司出现大规模商誉减值，对板块整体业绩影响较大。但剔除商誉减值大于 1 亿的 20 家公司后，2018 年计算机行业整体扣非净利同比增长 17%；归母净利润同比增长 6%。
- **19 年 1 季报：业绩改善。**2018 年，计算机行业整体归母净利润增速为 -43%；扣非归母净利润增速为 -58%。19Q1 计算机行业样本公司收入同比增长 17%，归母净利润同比增长 54%，扣非归母净利润同比增长 9%。与 2018 年年报相比，19Q1 计算机行业净利增速、扣非净利增速明显改善。
- **投资建议：**我们看好流动性放松下计算机行业的投资机会。目前建议关注两条线：一条从下游需求出发，下游边际需求向上的细分领域。另一条，产业逐步落地且具备长期增量空间的细分领域。具体而言，建议关注以下细分领域：1、金融 IT：推荐东方财富、同花顺、恒生电子、赢

时胜。2、医疗 IT：推荐卫宁健康，思创医惠。3、智能驾驶：推荐四维图新、德赛西威、中科创达。4、云计算：推荐石基信息、用友网络、广联达。5、云基础设施：浪潮信息、中科曙光、宝信软件。6、人工智能：科大讯飞。7、信息安全：美亚柏科、中新赛克、深信服等。另外，包括上海钢联、航天信息等。

9、风险提示

- (1) 行业景气度回升进程低于预期的风险；
- (2) 人力成本上升超过预期的风险；
- (3) 行业业绩增速低于预期的风险；
- (4) 技术的演进进程低于预期的风险；
- (5) 新的商业模式的兑现低于预期的风险。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 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“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。