

投资评级：优于大市

证券分析师

**雷涛**

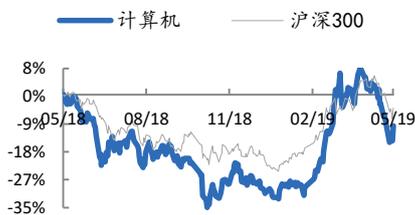
 资格编号：S0120518060001  
 电话：021-68761616-6307  
 邮箱：leitao@tebon.com.cn

联系人

**库宏焱**

 电话：021-68761616  
 邮箱：kuhy@tebon.com.cn

市场表现



资料来源：德邦研究

相关研究

## 计算机行业 2018 年报和 2019 一季报总结

**投资要点：**

- 计算机行业受商誉减值拖累严重。**2018 年计算机全行业营收稳定增长，增速达到 17.78%；但扣非净利润增速为 -77.03%，大幅下降。利润下滑的原因主要是大额商誉减值，18 年行业商誉减值高达 135 亿元，同比增长 371.89%，这也是 15 年疯狂并购埋下的苦果。计算机行业主要以 2B 和 2G 为主，季节性效应明显，一季度财务指标波动较大属于正常。从细分板块来看，业绩确定性较高的主要有云计算、信息安全、安防、医疗信息化、金融科技等。
- 云计算持续高景气，是当前最确定性的产业。**云计算是细分板块中增速最快的行业，近三年营收和利润均保持高速增长。行业毛利率和净利率较低，主要是 A 股以云计算基础设施产业链（服务器、IDC）为主，高毛利率的 IaaS 和 SaaS 层较为稀缺，业绩贡献较少。当前国内外云计算产业仍在快速发展中，IT 云化已经是势不可挡的趋势，国内云计算产业依然落后，尤其 SaaS 等体量仍然较小，行业仍有广阔成长空间，建议积极关注云计算产业链。
- 等保 2.0 政策出台，信息安全产业迎来重磅利好。**信息安全产业 18 年增速出现下滑，主要是一些公司业绩下滑，子公司剥离，特殊行业订单未释放等原因。同时，行业集中度依然较低，细分公司和产品众多。行业整体毛利率有所提升，但是费用率也在不断上升。由于新兴领域安全需求的增加，研发投入也在不断提升。随着等保 2.0 政策的出台，社会各界对信息安全的投入都会增加，安全产业迎来重磅利好。另一方面，随着龙头公司安全运营中心的实施，以及竞争对手的削弱，行业竞争格局也大幅优化。我们仍然看好信息安全产业的发展。
- 安防产业仍有广阔升级空间，近期贸易战乌云仍在。**2018 年是安防产业内外交困的一年，营收和利润增速均出现下降，2019Q1 降至最低点。产业毛利率保持稳定，销售费用率有所提升，一方面是龙头公司新业务的拓展，另一方面是海外市场遇到阻力加剧。安防产业智能化升级依然是确定性方向，AI 摄像头出货量已出现大增趋势，其未来视频物联仍有广阔空间。短期来看，一季度已是最低点，二季度将出现回暖，但是当前贸易战乌云再起，风险仍然需要关注。
- 政策确定性较强，医疗信息化景气度持续。**2018 年医疗信息化行业政策不断，带动行业景气度提升。18 年营收和利润增速均出现提升，行业研发投入持续增加，现金流不断改善。2019Q1 行业营收和利润增速依然在加速，叠加 19 和 20 年政策时点的确定性，医疗信息化景气度依然持续。
- 普惠金融持续落地，金融科技稳定增长。**2018 年金融科技行业营收增速放缓，扣非归母净利润依然保持稳定增长。随着区块链、人工智能等前沿技术在金融领域的不断应用，研发投入呈现上升趋势。18 年金融科技行业现金流大幅改善。随着普惠金融不断落地，金融科技领域仍有持续增长空间；短期来看，科创板的推出、资管新规的出台，都会给行业带来业务增量，利好行业发展。

## 目 录

1. 计算机 18 年受商誉减值影响大.....	5
2. 云计算是 IT 产业确定性最强主线.....	6
3. 等保 2.0 助推信息安全提速.....	8
4. 安防产业未来仍有升级.....	9
5. 政策推动医疗信息化景气度持续.....	11
6. 金融科技保持稳定增长.....	12
7. 投资建议.....	13
8. 风险提示.....	13

## 图表目录

图 1 计算机行业营收（亿元） .....	5
图 2 计算机行业扣非归母净利润（亿元） .....	5
图 3 计算机行业商誉减值（亿元） .....	5
图 4 计算机行业平均毛利率和净利率（%） .....	5
图 5 计算机行业费用率（%） .....	5
图 6 计算机行业研发投入（亿元） .....	6
图 7 计算机行业经营活动现金净利率（亿元） .....	6
图 8 云计算行业营收（亿元） .....	6
图 9 云计算行业扣非归母净利润（亿元） .....	6
图 10 云计算行业平均毛利率和净利率（%） .....	7
图 11 云计算行业费用率（%） .....	7
图 12 云计算行业研发投入（亿元） .....	7
图 13 云计算行业经营活动现金净利率（亿元） .....	7
图 14 信息安全行业营业收入（亿元） .....	8
图 15 信息安全行业扣非归母净利润（亿元） .....	8
图 16 信息安全行业平均毛利率和净利率（%） .....	9
图 17 信息安全行业费用率（%） .....	9
图 18 信息安全行业研发投入（亿元） .....	9
图 19 信息安全行业经营活动现金净利率（亿元） .....	9
图 20 安防行业营业收入（亿元） .....	10
图 21 安防行业扣非归母净利润（亿元） .....	10
图 22 安防行业平均毛利率和净利率（%） .....	10
图 23 安防行业费用率（%） .....	10
图 24 安防行业研发投入（亿元） .....	10
图 25 安防行业经营活动现金净利率（亿元） .....	10
图 26 医疗信息化行业营业收入（亿元） .....	11
图 27 医疗信息化行业扣非归母净利润（亿元） .....	11
图 28 医疗信息化行业平均毛利率和净利率（%） .....	11
图 29 医疗信息化行业费用率（%） .....	11
图 30 医疗信息化行业研发投入（亿元） .....	11
图 31 医疗信息化行业经营活动现金净利率（亿元） .....	11

图 32 金融科技行业营业收入（亿元） .....	12
图 33 金融科技行业扣非归母净利润（亿元） .....	12
图 34 金融科技行业平均毛利率和净利率（%） .....	12
图 35 金融科技行业费用率（%） .....	12
图 36 金融科技行业研发投入（亿元） .....	13
图 37 金融科技行业经营活动现金净利率（亿元） .....	13

## 1. 计算机 18 年受商誉减值影响大

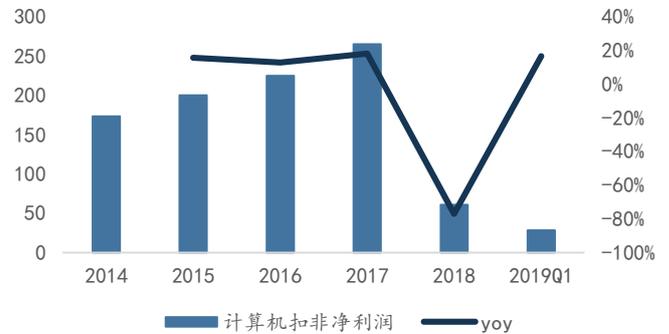
计算机行业营收增长稳定，扣非利润大幅下降。我们以 SW 计算机 207 只标的为样本，对近五年营收和利润进行了统计：营收层面，16\17\18 年增速为 25.99%、10.04%、17.78%，19Q1 增速为 15.15%，营收稳定增长；扣非净利润层面，16\17\18 年增速为 12.50%、17.93%、-77.03%，19Q1 增速为 16.26%，18 年大幅下滑。

图 1 计算机行业营收（亿元）



资料来源：Wind、德邦研究

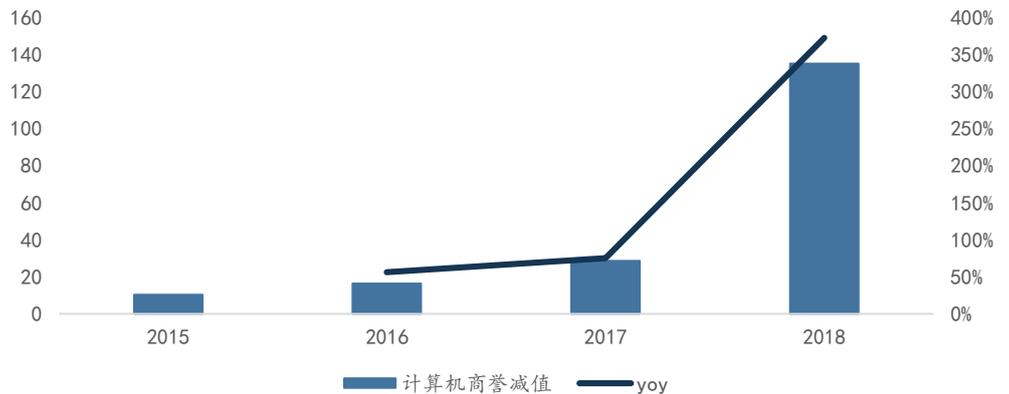
图 2 计算机行业扣非归母净利润（亿元）



资料来源：Wind、德邦研究

利润下滑主要原因是大额商誉减值。15 年疯狂的并购浪潮的隐患在 18 年也终于得以显现，16\17 年商誉减值为 16.32 亿元、28.62 亿元，而 18 年全年商誉减值为 135.04 亿元，同比增长 371.89%。大额商誉减值严重拖累了行业利润增长。

图 3 计算机行业商誉减值（亿元）



资料来源：Wind、德邦研究

行业毛利率保持平稳，管理费用出现上升。计算机行业毛利率常年维持在 27% 左右，18 年毛利率为 26.85%，净利率为 7.0%，净利率呈现下滑趋势。销售费用率常年维持在 7% 左右，18 年为 7.07%；管理费用率（扣除研发）出现一定上升，18 年达到 6.02%。

图 4 计算机行业平均毛利率和净利率（%）

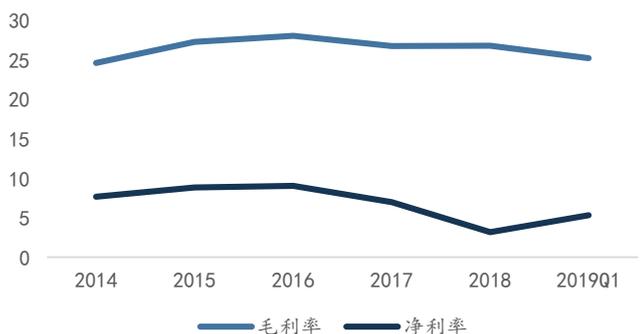
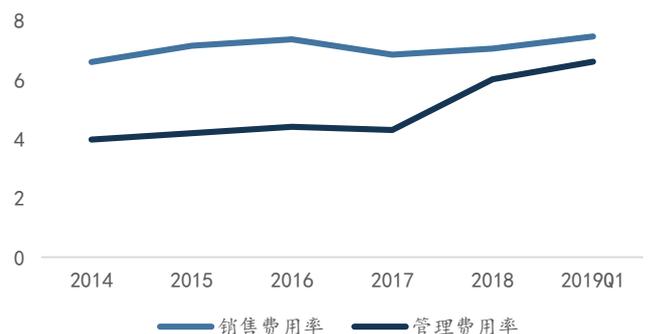


图 5 计算机行业费用率（%）

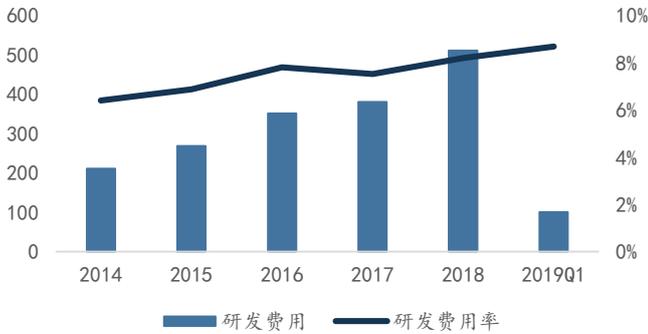


资料来源: Wind、德邦研究

资料来源: Wind、德邦研究

行业研发投入缓慢增长, 18 年现金流有明显改善。计算机行业是一个重研发投入的行业, 近五年研发投入占营收比呈缓慢提升的态势, 18 年达到了 8.12%, 保持高研发投入是行业成长的核心动力。计算机行业经营活动现金流一直表现较差, 16 和 17 年呈现下滑趋势, 18 年有大幅改善, 同比增长 119.42%。计算机行业整体以 2B 和 2G 模式为主, 季节性效应明显, 一季度现金流较差属于正常现象。

图 6 计算机行业研发投入 (亿元)



资料来源: Wind、德邦研究

图 7 计算机行业经营活动现金净利率 (亿元)



资料来源: Wind、德邦研究

计算机行业成长性依然强, 重点关注确定性较强板块。18 年高誉大幅减值后, 有助于 19 年轻装上阵。目前我国信息化水平依然较低, 随着数字中国、智慧城市等的不断建设, 计算机行业成长性依然强。我们依然看好计算机行业全年表现, 重点可以关注云计算、信息安全、安防、医疗信息化、金融科技等确定性较强的细分领域。

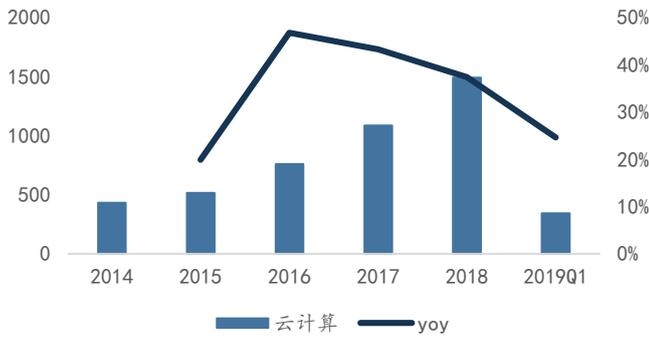
## 2. 云计算是 IT 产业确定性最强主线

云计算是各细分领域最快的板块, 国内云计算产业链持续高景气。从 IT 产业发展趋势来看, 云计算是确定性最强的行业逻辑。2017 年全球公有云市场规模达到 1110 亿美元, 增速 29.22%; 我国云计算整体市场规模达 691.6 亿元, 增速 34.32%, 预计未来持续保持高速增长。目前我国云计算的发展依然是基础设施为主, 带动服务器和 IDC 市场的快速增长, SaaS 等应用市场依然较小, 未来仍有广阔发展空间。

云计算时代, AWS 和阿里云分别引领中美云计算增长, A 股虽然标的稀缺, 但产业链标的可以验证云计算爆发逻辑。云计算行业整体来看, 我们构建了以基础设施为代表的浪潮信息、中科曙光; IDC 代表的宝信软件、光环新网; SaaS 代表的广联达、用友网络等十多只代表性股票的组合进行总结。很明显, 云计算产业链近年来营收和利润保持快速增长, 增速领跑计算机细分领域。营收层面, 16\17\18 年增速为 46.73%、43.24%、37.4%, 19Q1 增速为 24.57%; 扣非净利润层面, 16\17\18 年增速为 51.15%、51.17%、31.02%, 19Q1 增速为 21.21%, 产业持续高景气。我们认为当前主要是以基础设施建设为主, 随着 SaaS 应用逐步放量, 未来增速仍可能向上。

图 8 云计算行业营收 (亿元)

图 9 云计算行业扣非归母净利润 (亿元)



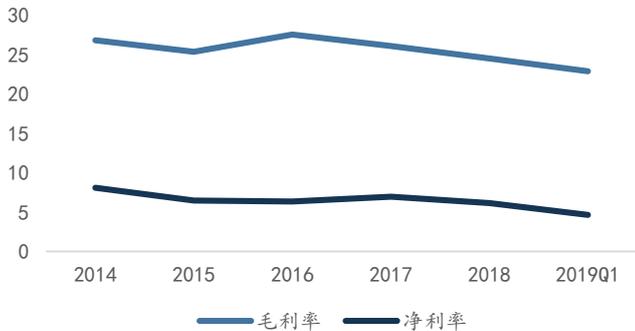
资料来源: Wind、德邦研究



资料来源: Wind、德邦研究

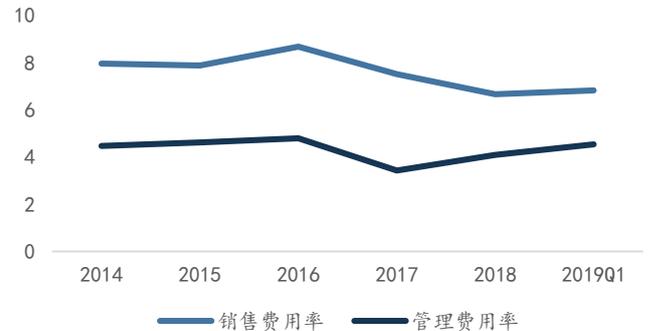
毛利率略微下降，费用率保持平稳。目前 A 股云计算仍以产业链标的为主，以低毛利率的 IDC 和服务器为代表，高毛利率 IaaS 和 SaaS 层面较为稀缺。IaaS 龙头阿里云几乎占据了一半的市场份额，带动服务器和 IDC 市场快速增长的同时，也在挤压行业毛利，云计算行业毛利率和净利率均呈现缓慢下降趋势，18 年行业毛利率为 24.51%，净利率为 6.16%。费用率方面，云计算产品链公司龙头地位明显，规模效应下销售费用呈现下降趋势，管理费用（扣除研发）保持平稳。

图 10 云计算行业平均毛利率和净利率 (%)



资料来源: Wind、德邦研究

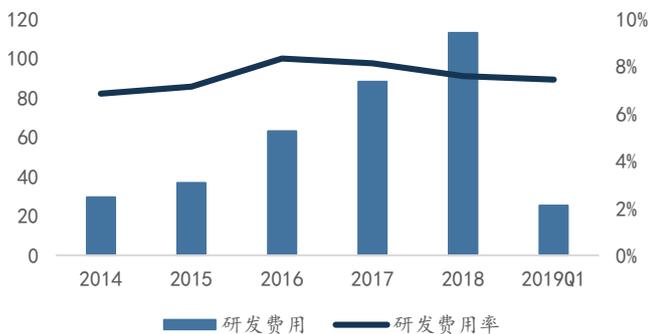
图 11 云计算行业费用率 (%)



资料来源: Wind、德邦研究

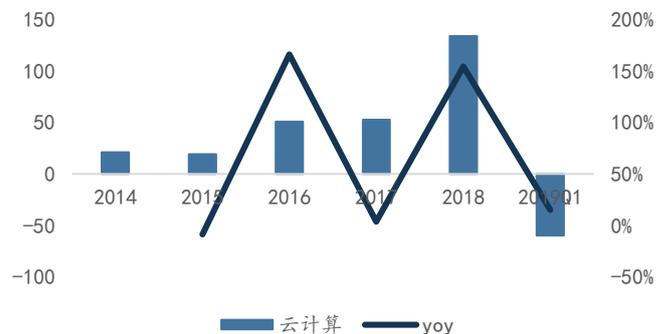
研发投入保持稳定，现金流明显好转。云计算行业研发投入占营收比保持在 8% 左右，18 年经营活动现金流量净额大幅好转，增长 154.12%，19Q1 虽然为负，但依然保持了 15.21% 的增长。

图 12 云计算行业研发投入 (亿元)



资料来源: Wind、德邦研究

图 13 云计算行业经营活动现金净利率 (亿元)



资料来源: Wind、德邦研究

国外云计算巨头持续优异表现，云化依然是当前 IT 产业最确定性逻辑。2019 年第一季度，云计算业务 AWS 营收达 76.96 亿美元，比去年同期的 54.42 亿美元增长 41%，延续了其从 2017 年第一季度以来高于 40% 的增长。在 AWS 的客户中，甚至出现了苹果公司的身影，苹果目前每月向亚马逊支付 3000 万美元的云计算费用。据报道，苹果在与亚马逊的协议中承诺未来 5 年内至少在 AWS 上投入 15 亿美元，显示了 AWS 极强的市场地位和议价能力。另一方面，微软最新财报超出市场

预期，微软智能云收入为 97 亿美元，同比增长 22%，其中 Azure 云计算业务收入增长最为强劲，收入增长 73%，超出市场预期。虽然 Azure 的规模仍然远远小于竞争对手亚马逊的网络服务 AWS，但 Azure 的增长速度超过了 AWS 在相同规模下的增长速度。同时，基于云的 Office 365 套件商业销售增长 30%，订阅用户数量增长至 3420 万。微软持续云化，业绩不断增长，也助力其市值一度突破万亿美金。我们认为云化是 IT 行业必然趋势，产业逻辑备也受资本市场认可。

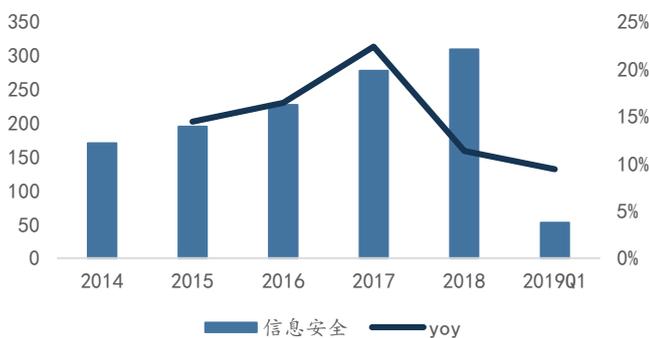
**国内云计算产业一季度表现优秀，有望修正市场过低预期。**A 股云计算产业链中，浪潮信息 2019Q1 实现营收 96.94 亿，同比增长 27.41%；中科曙光 2019Q1 实现营收 22.42 亿，同比增长 52.62%；宝信软件 2019Q1 营收 13.45 亿，同比增长 32.62%。云计算基础设施建设依然保持高速增长，中国云计算落后美国 3-5 年，我们认为国内云化依然有广阔空间，一季度增速可观有望修正市场过低预期。在 SaaS 层面，广联达 2019Q1 实现营收 4.57 亿元，同比增长 37.42%，一季度新签云合同 1.31 亿元，同比增加 72.61%；用友网络 2019Q1 营收 12.52 亿元，同比增长 16.57%，其中云业务实现收入 1.25 亿元，同比增长 95.0%。SaaS 为软件行业带来的变化是巨大的，也是软件业最确定性的方向。我们持续看好云计算产业链的发展，建议积极关注浪潮信息、宝信软件、广联达、用友网络等。

### 3. 等保 2.0 助推信息安全提速

**信息安全行业拐点出现，期待等保 2.0 提振增速。**信息安全在 IT 基础设施中增速最快，行业内生增速就达到 20%；同时，我国信息安全投入占 IT 投入比与欧美仍有数倍差距，我国信息安全市场仍有广阔空间。等保 2.0 有望复制 1.0 政策红利，信息安全行业将大幅受益。2007 年等保 1.0 时期，信息安全公司营收增速中位数大幅提升，而等保 2.0 加强了法律地位（由规范升级为法律），拓宽了监管范围（由传统信息系统升级为云、大数据、物联网等），规范了定级标准（公众等组织在特别严重情况下等级由二级升为三级），信息安全行业有望再次迎来高增长。

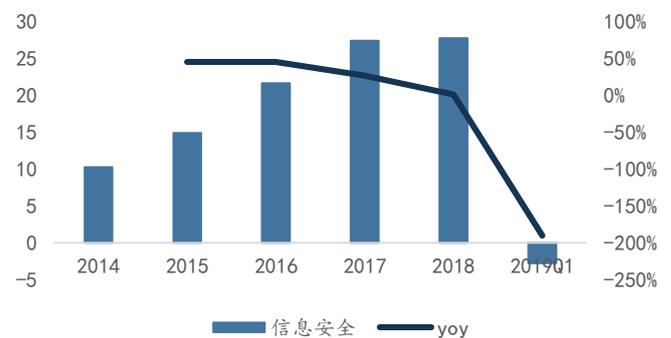
行业整体来看，我们构建了以启明星辰、绿盟科技、深信服、南洋股份等十多只代表性股票的组合进行总结。虽然行业内生增速有 20%，但是上市公司整体并没有跑赢行业。营收方面，16\17\18 年增速为 16.42%、22.37%、11.31%，19Q1 为 9.39%；扣非净利润方面，16\17\18 年增速为 45.49%、26.62%、1.18%，19Q1 为 -190.29%，呈现下滑趋势。主要原因部分是一些公司业绩下滑，包括子公司剥离、商誉减值、一些特殊行业订单推迟等，另一部分是行业格局依然较为分散，同时奇安信（原 360 企业安全）激进竞争策略对行业产生一定的冲击。信息安全市场企业和产品众多，市场集中度较低，龙头厂商启明星辰全市场占有率也不到 6%。

图 14 信息安全行业营业收入（亿元）



资料来源：Wind、德邦研究

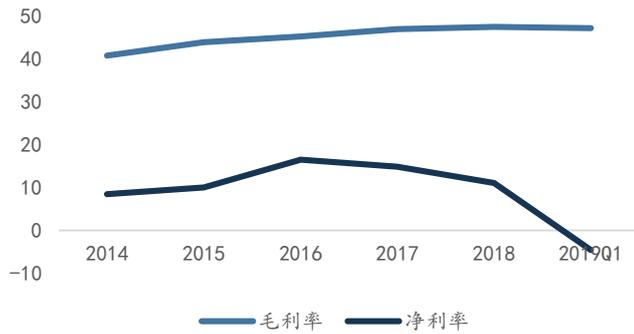
图 15 信息安全行业扣非归母净利润（亿元）



资料来源：Wind、德邦研究

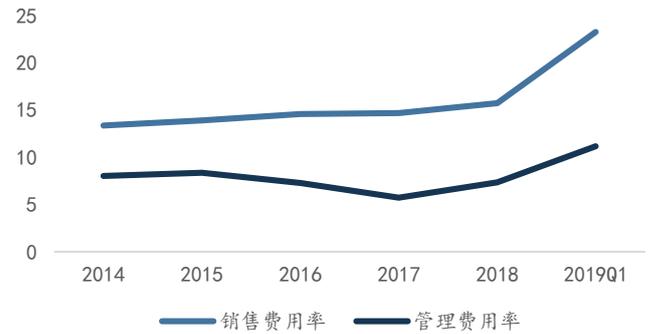
**毛利率和费用率均呈现提升状态。**信息安全属于技术壁垒较高的行业，毛利率普遍较高，随着技术研发的不断投入，整体呈现上升的趋势。18 年行业毛利率达到 47.47%，净利率下降为 11.01%。净利率下降主要是费用上升，信息安全市场以 2B 和 2G 为主，销售费用率较高，18 年为 15.71%，管理费用（扣除研发）较为平稳。除此之外，研发投入上升较为明显。信息安全行业季节性尤其明显，一季度数据波动较大属于正常。

图 16 信息安全行业平均毛利率和净利率 (%)



资料来源: Wind、德邦研究

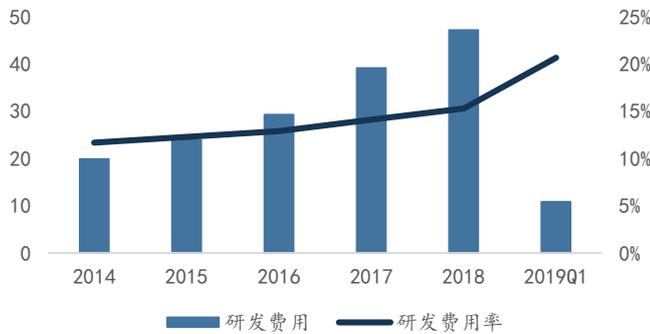
图 17 信息安全行业费用率 (%)



资料来源: Wind、德邦研究

**研发投入持续提升，现金流保持平稳上升。**信息安全行业研发投入在各细分行业中是最高的，18年已经达到15.27%。安全领域新兴需求众多，技术创新不断，如工控安全、云安全、大数据安全等，信息世界每一个角落其实都需要安全投入进行保护，因此各细分产品众多，研发需要持续不断的投入。经营活动现金流基本保持稳定，近三年呈现逐步上升的状态。

图 18 信息安全行业研发投入 (亿元)



资料来源: Wind、德邦研究

图 19 信息安全行业经营活动现金净利率 (亿元)



资料来源: Wind、德邦研究

**等保 2.0 发布在即，行业竞争格局改善。**2019 年工业安全大会上，公安部十一局祝国邦处长提前透露等级保护 2.0 标准将于 5 月 13 日正式发布的消息，等保 2.0 工作最重要的标准依据即将落地执行。我们认为等保 2.0 会对行业有一个显著的刺激作用。另一方面，随着以启明为代表的龙头厂商推出安全运营中心的服务，该业务能参与的玩家大幅减少，市场竞争激烈程度减缓。同时，奇安信与 360 分家后，对其品牌影响力有所削弱，产品能力与 360 的协同也会下降，其对传统安全市场的冲击也会减弱，市场竞争格局出现改善。因此，我们认为信息安全行业仍处于高景气中，建议关注启明星辰、深信服、绿盟科技、南洋股份等。

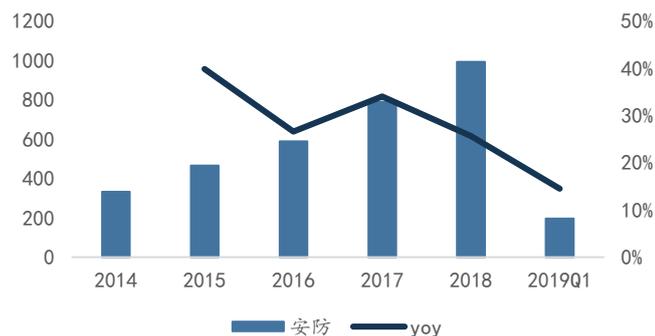
#### 4. 安防产业未来仍有升级

**智能化升级是必然趋势，贸易战对行业影响依然存在。**从安防产业发展来看，经历了模拟到标清、标清到高清的环节，目前产业正在经历从高清到智能的时期。市场对智能化的需求是明确的，AI 摄像机的出货量已经呈现大幅增长趋势。同时，智能化后的视频物联更是具备无限可能，我们认为安防市场依然有大幅升级空间。但是当前贸易战依然乌云密布，短期对海外市场造成一定影响，该风险仍需持续关注。

行业整体来看，我们构建了以海康威视、大华股份、苏州科达、千方科技等十多只代表性股票的组合进行总结。营收方面，16\17\18 年增速为 26.58%、34.03%、25.62%，19Q1 为 14.48%；扣非净利润方面，16\17\18 年增速为 19.89%、35.01%、17.21%，19Q1 为 -11.68%，一季度增速大幅下滑。2018 年可以说是安防产业内外交困的一年，2019 年一季度已达到最低点。从行业整体看，18 年宏观经济不景气，政府缩减投资，部分中标项目没有见到订单，客户持观望态度。另一方面，部分公共服务项目

颗粒度变大，决策链条拉长，落地变慢。

图 20 安防行业营业收入（亿元）



资料来源：Wind、德邦研究

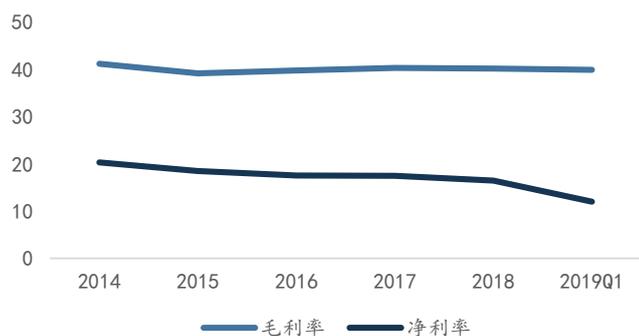
图 21 安防行业扣非归母净利润（亿元）



资料来源：Wind、德邦研究

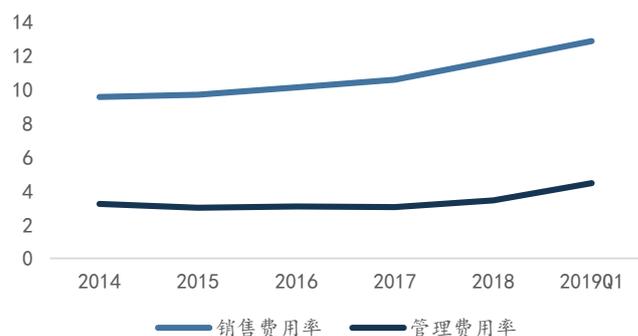
毛利率保持平稳，费用率出现上升。安防行业毛利率稳定，常年维持在 40% 左右，18 年毛利率为 40.18%，净利率为 16.49%，有所下降。费用率呈现逐步上升的状态，主要是以海康大华为首的龙头厂商不断拓展新的业务，销售费用率出现上升；同时，海外市场上阻力加剧也是费用率上升的原因之一。管理费用（扣除研发）保持平稳。

图 22 安防行业平均毛利率和净利率 (%)



资料来源：Wind、德邦研究

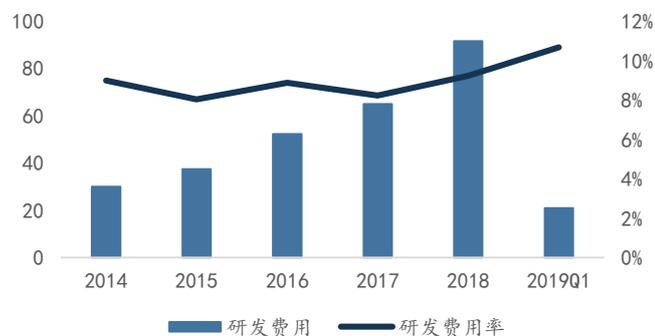
图 23 安防行业费用率 (%)



资料来源：Wind、德邦研究

研发投入保持稳定，现金流稳定增长。安防产业研发投入保持稳定，常年维持在 9% 左右，18 年研发投入占营收比为 9.22%。经营活动现金流量净额持续增长，18 年增长 20.74%。

图 24 安防行业研发投入（亿元）



资料来源：Wind、德邦研究

图 25 安防行业经营活动现金净利率（亿元）



资料来源：Wind、德邦研究

安防行业低点已过，期待二季度回暖。海康 2019Q1 营收为 99.42 亿元，同比增长 6.17%；大华 2019Q1 实现营收 43.48 亿元，同比增长 20.19%，超出市场预期。但是从订单反应来看，三四月份已经出现反转，尤其是商机数明显好转，公司给出的业绩指引也较为乐观，我们认为二季度增速能重回正常。我们依然看好安防

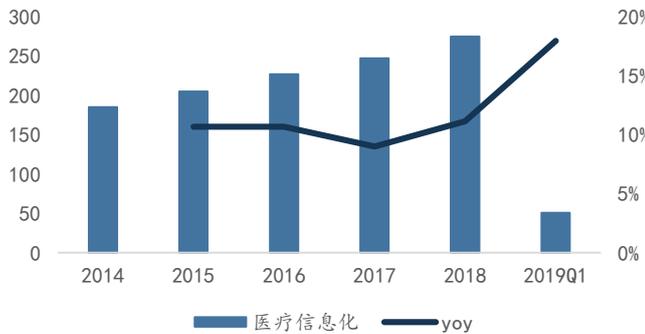
产业的发展，雪亮工程的验收将推动行业加速。另一方面，传统安全进入视频物联的新领域后，海康大华双龙头依然巨大极强的竞争力，我们建议积极关注。

## 5. 政策推动医疗信息化景气度持续

**医疗信息化政策不断，未来两年业绩确定性强。**2018年初开始，医疗相关政策不断，在提效控费的根基下，加强信息化的建设成为每一个政策的重点，尤其是以电子病历为核心的CIS系统成为新一轮的建设目标。同时确定了明确的时间点：到2019年，所有三级医院要达到分级评价3级以上；到2020年，所有三级医院要达到分级评价4级以上，二级医院要达到分级评价3级以上。电子病历共分为9级，当前三级医院平均应用水平从1.58级增长到2.11级，二级医院平均应用水平从0.67级增长到0.83级。因此，两年内要完成两级的跃迁。电子病历平均项目金额大约500-1000万，三级医院一共2460所，新增市场空间至少在百亿以上。

行业整体来看，我们构建了以卫宁健康、思创医惠、万达信息、创业慧康等十多只代表性股票的组合进行总结。营收方面，16\17\18年增速为10.68%、8.99%、11.12%，19Q1为17.94%；扣非净利润方面，16\17\18年增速为-6.05%、-29.58%、13.88%，19Q1为32.24%，从18年开始增速出现反转。随着政策的不断推进，我们认为未来两年仍然能保持较为快速的增长。

图 26 医疗信息化行业营业收入（亿元）



资料来源：Wind、德邦研究

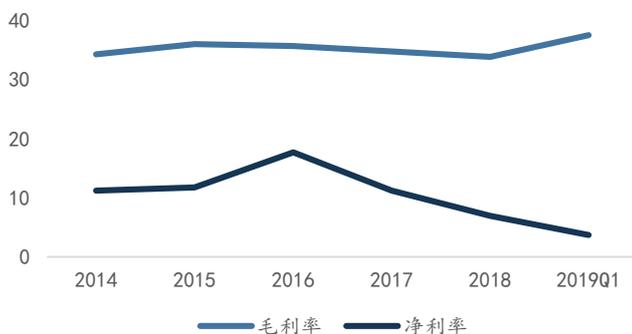
图 27 医疗信息化行业扣非归母净利润（亿元）



资料来源：Wind、德邦研究

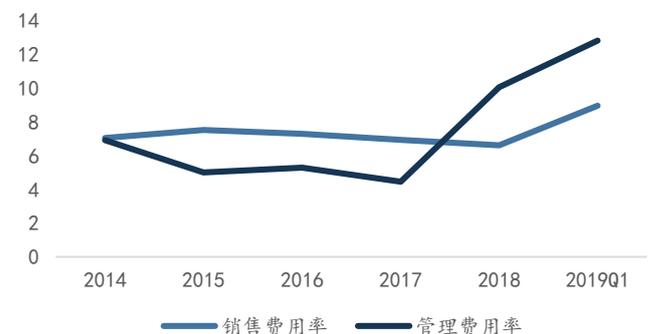
**毛利率保持平稳，管理费用率大幅上升。**医疗信息化行业毛利率常年维持在 34% 左右，18 年为 33.84%，净利率为 6.91%，大幅下降。费用率来看，销售费用率保持平稳下降，管理费用率（扣除研发）18 年大幅上升。

图 28 医疗信息化行业平均毛利率和净利率（%）



资料来源：Wind、德邦研究

图 29 医疗信息化行业费用率（%）



资料来源：Wind、德邦研究

**研发投入持续增加，现金流不断好转。**医疗信息化产业研发投入呈现增加的趋势，18 年占营收比达到 13.62%，近五年最高。行业经营活动现金净流量也持续上升，18 年增幅达到 232%。

图 30 医疗信息化行业研发投入（亿元）

图 31 医疗信息化行业经营活动现金净利率（亿元）



资料来源: Wind、德邦研究



资料来源: Wind、德邦研究

**订单高增长，验证行业高景气。**从2017年4季度开始，医疗信息化订单持续高增长，千万级订单远超往年，结构上电子病历类订单也显著增多。2018年一季度医疗IT公司营收增长均超越市场预期，对不断释放的利好政策形成一个强验证。政策刺激，叠加订单高增长，明确行业拐点。2018年涨幅最高的前八计算机公司中，除掉四个新股，有三只是医疗信息化标的，医疗信息化是2018计算机中表现最好的子行业。2019Q1行业营收和利润增速依然在加速，叠加19和20年政策时点的确定性，我们依然看好医疗信息化行业，建议关注卫宁健康、创业慧康等。

## 6. 金融科技保持稳定增长

**普惠金融政策推动，金融科技行业持续稳定增长。**近期关于普惠金融的政策利好不断，今年1月，李克强考察工行、建行的普惠金融事业部，强调稳就业主要靠千千万万小微企业，小微企业发展离不开普惠金融支持。金融科技的核心目标之一是运用“互联网+”等创新模式、增加小微企业贷款和降低成本。金融科技目前仍以传统证券IT、银行IT厂商为主，随着区块链、AI等技术的引入，也能不断催生新的业态，如蚂蚁信用、第三方支付等。我们认为随着普惠金融的不断落地，金融IT厂商赋能传统金融机构的场景会不断增加，带动行业持续增长。

行业整体来看，我们构建了以恒生电子、赢时胜、长亮科技、润和软件等十多只代表性股票的组合进行总结。营收方面，16\17\18年增速为12.75%、14.40%、4.23%，19Q1为4.33%；扣非净利润方面，16\17\18年增速为-36.22%、21.76%、25.77%，19Q1为-1.34%，净利润增速可观。

图 32 金融科技行业营业收入 (亿元)



资料来源: Wind、德邦研究

图 33 金融科技行业扣非归母净利润 (亿元)

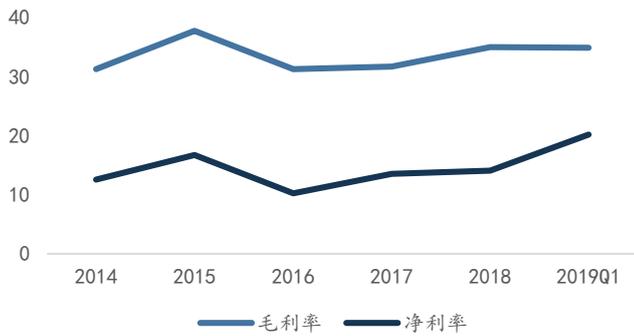


资料来源: Wind、德邦研究

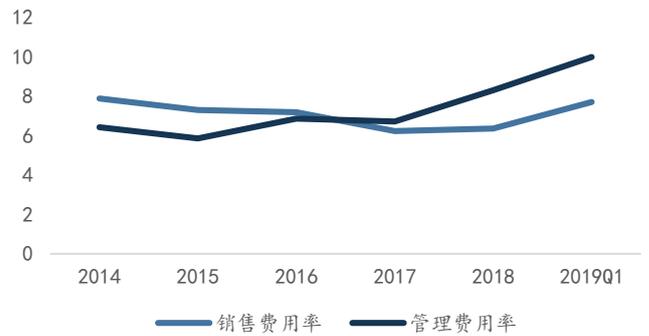
**金融科技行业毛利率和净利率均有小幅提升。**18年行业毛利率为34.98%，净利率为14.06%，均有上升。虽然行业管理费用率出现小幅上升，但是销售费用率（扣除研发）呈现不断下降趋势。

图 34 金融科技行业平均毛利率和净利率 (%)

图 35 金融科技行业费用率 (%)



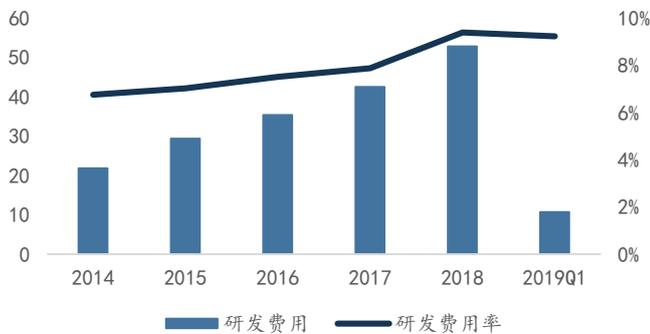
资料来源: Wind、德邦研究



资料来源: Wind、德邦研究

行业研发投入增加, 现金流大幅回暖。金融科技行业研发投入逐年上升, 18 年研发费用占营收比达到 9.39%。随着大数据的积累, 金融行业对于新技术和应用的需求与日俱增, IT 厂商加大了对区块链、AI 等技术的投入。经营活动现金净流量在 18 年增长明显, 19Q1 继续大幅上升。

图 36 金融科技行业研发投入 (亿元)



资料来源: Wind、德邦研究

图 37 金融科技行业经营活动现金净利率 (亿元)



资料来源: Wind、德邦研究

短期关注科创板等政策带来金融 IT 行业增量。随着金融改革的不断深入, 政策细化的各个方面均会带来信息化业务的增加。短期来看, 科创板的开放, 资管新规的出台, 都会带来券商和基金公司新的业务需求, 利好金融科技行业增长。另一方面, 互联网巨头与传统银行 IT 厂商大力合作, 银户通持续推进值得期待。我们建议积极关注恒生电子、长亮科技等。

## 7. 投资建议

计算机成长性依然十足, 寻找产业确定性。计算机行业细分领域众多, 题材和概念频出, 我们认为重点关注成长性高、确定性强的细分行业。IT 云化已经是不可阻挡的产业趋势, 全球云计算市场均保持快速增长, 带动国内 IDC、服务器产业高速增长, 看好 SaaS 服务的表现。刚需信息产业政策利好不断, 等保 2.0、雪亮工程、电子病历、普惠金融等加强了行业景气度。我们建议精选高确定性行业和个股: 云计算关注宝信软件、浪潮信息、广联达、用友网络等; 信息安全关注启明星辰、绿盟科技、南洋股份、深信服等; 安防关注海康威视、大华股份、苏州科达; 医疗信息化关注卫宁健康、创业慧康等; 金融科技关注恒生电子、长亮科技等。

## 8. 风险提示

企业上云速度放缓, 相关产业政策不达预期, 贸易战影响持续。

## 信息披露

### 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； <b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

### 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。