

计算机

计算机行业 2018A&2019Q1 总结

维持评级

报告原因：年报、一季报总结

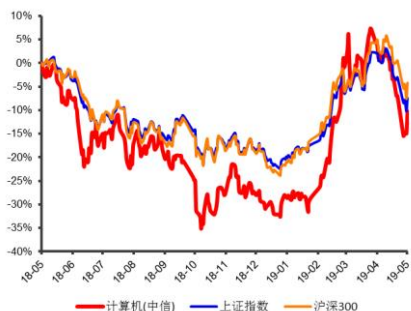
2018 年业绩探底，2019Q1 呈企稳回升态势

看好

2019 年 5 月 16 日

行业研究/深度报告

计算机（中信）块近一年市场表现



分析师：李欣谢

执业证书编号：S0760518090003

电话：0351-8686797

邮箱：lixinxie@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

➤ **2018 年业绩探底，估值下修。**营业收入增速中位数小幅下滑，归母净利润大幅下滑，从细分板块来看，工业互联网领域营收增速及净利润增速最快，从个股来看，绝大多数个股全年实现同比正增长。三费率均有不同程度上升，毛利率上升明显，但净利率大幅下滑。2018 年，计算机行业资产减值损失达 302.46 亿元，较上年同比大幅增长 154.32%，商誉减值损失为 136.47 亿元，较上年同比大幅增长 393.03%，商誉减值损失占比逐年提高，后期，商誉减值压力将明显下降。2018 年，计算机行业经营性现金流为 324.96 亿元，较上年同比大幅增长 86.24%，现金流明显改善。估值下修，个股也随着资本市场相对低迷而普遍表现不佳。

➤ **2019 年一季度业绩有望企稳，估值反弹明显。**从单季度变化来看，2018Q4 业绩见底后 2019Q1 反弹。个股超七成公司实现同比正增长，近六成公司净利润实现同比正增长。费用率管控向好，销售费用率及财务费用率有所下降，管理费用率略有上升。利润率方面，毛利率及净利率均上升明显。截至 2019 年 5 月 9 日，计算机行业市盈率为 99.1 倍，较今年年初的 42 倍反弹超一倍，个股也随着资本市场活跃度提升而表现强劲。

➤ **投资建议：**综合来看，2018 年全年计算机板块业绩下滑明显，2019 年一季度有企稳迹象，但仍需验证；当下计算机板块估值已处于近期高位，有一定下修空间；2018 年资产减值损失大幅增加，商誉减值占比提升，展望 2019 年，资产减值压力将大幅减小，对业绩的扰动因素有望大幅缓解；外围因素动荡，中美贸易战近期又重新抬头，短期导致计算机指数明显调整，后期关注中美贸易谈判进展。板块方面，建议关注抗周期明显、受益政策催化及行业边际改善明显的细分领域，包括电子政务、医疗信息化、云计算及金融科技。我们长期看好人工智能、智能驾驶、自主可控等产业化加速落地机会。个股方面，建议关注估值合理、渠道优势明显、产品化能力强的白马龙头，重点推荐：美亚柏科、卫宁健康、用友网络、恒生电子。

风险提示：

➤ 业绩不达预期；政策支持不及预期；技术突破不及预期等。

目录

1. 2018 年业绩探底，估值下修	4
1.1 营收增速小幅下滑，净利润增速下滑明显	4
1.2 费用率上升，净利率大幅下滑	6
1.4 资产减值损失大幅增长	7
1.5 经营性现金流明显改善	7
1.6 估值下修，个股表现不佳	8
2. 2019 年一季度业绩企稳反弹，估值反弹明显	9
2.1 营收增速小幅下滑，净利润增速呈上升态势	9
2.2 费用率管控向好，净利率提升明显	11
2.3 估值反弹，个股表现强劲	12
3. 投资建议	13
3.1 美亚柏科（300188）：电子取证持续发力，大数据业务高速增长	13
3.2 卫宁健康（300253）：医疗信息化纯正标的	14
3.3 用友网络（600588）：云业务高速增长，工业互联网平台成绩可期	15
3.4 恒生电子（600570）：传统+创新业务齐头并进，业绩有望持续放大	15
4. 风险提示	16

图表目录

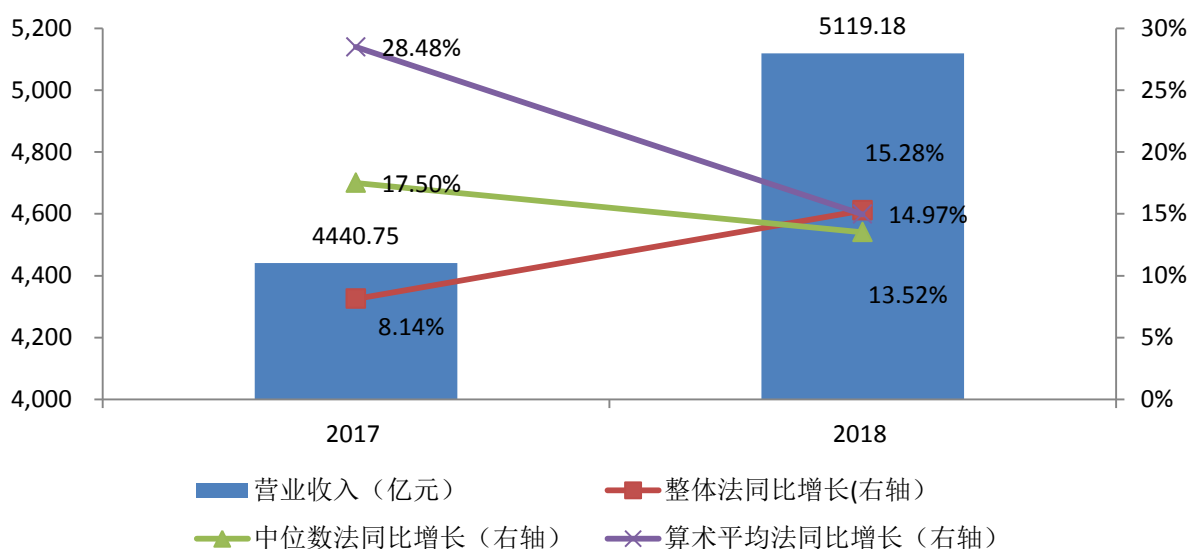
图 1：2017-2018 年计算机行业（中信）营业收入同比增速	4
图 2：2017-2018 年计算机行业（中信）归母净利润同比增速	4
图 3：2018 年计算机概念板块营收同比增长情况（剔除工业互联网板块）	5
图 4：2018 年计算机行业营收增速占比情况	6
图 5：2018 年计算机行业归母净利润增速占比情况	6
图 6：2016-2018 年计算机行业三费率分析	6
图 7：2016-2018 年计算机行业毛利率及净利率分析	6
图 8：2016-2018 年计算机行业资产减值损失及商誉减值损失情况分析	7
图 9：2016-2018 年计算机行业经营性现金流明显改善	8
图 10：2009-2018 年计算机行业市盈率分析	8
图 11：2018 年全年计算机子版块区间涨跌幅分析	8
图 12：2017-2019 年计算机行业（中信）一季度营业收入同比增速	9
图 13：2017-2019 年计算机行业（中信）一季度归母净利润同比增速	9
图 14：2015Q1-2019Q1 计算机行业（中信）单季度营收和净利润增速 YOY	10
图 15：2019 年一季度营收增速占比情况	11
图 16：2019 年一季度归母净利润增速占比情况	11
图 17：2017-2019 年一季度三费率分析	11
图 18：2017-2019 年一季度利润率分析	11
图 19：2015Q1-2019Q1 单季度费用率变化分析	12
图 20：2015Q1-2019Q1 单季度盈利能力变化分析	12
图 21：2014-2019 年年初计算机行业市盈率分析	12
图 22：2019 年年初至今计算机子版块区间涨跌幅	12

1. 2018 年业绩探底，估值下修

1.1 营收增速小幅下滑，净利润增速下滑明显

营收增速中位数小幅下滑。中信计算机（剔除重大资产重组，主营发生重大变化，不具备可比性的公司），2018 年实现营业收入 5119.18 亿元。整体来看，2018 年同比增长 15.28%，较上年同期提高 7.14 个百分点；按中位数法统计，2018 年各公司同比增长的中位数为 13.52%，较上年同期下降 3.98 个百分点；按算术平均法统计，2018 年各公司同比增长的算术平均数为 14.97%，较上年同期下降 13.51 个百分点。

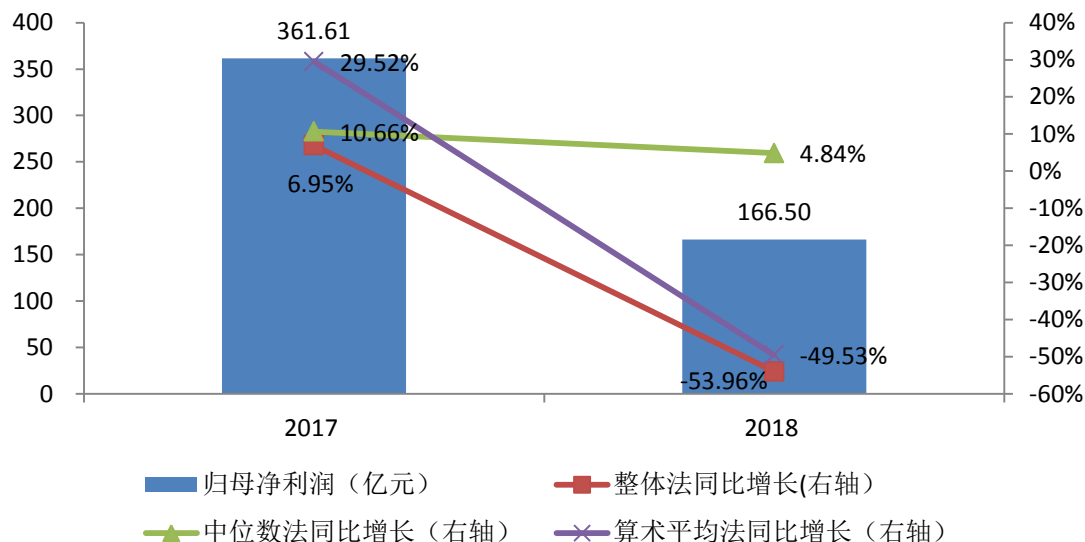
图 1：2017-2018 年计算机行业（中信）营业收入同比增速



数据来源：wind、山西证券研究所

归母净利润大幅下滑。中信计算机（剔除重大资产重组，主营发生重大变化，不具备可比性的公司），2018 年实现归母净利润 166.50 亿元。整体法计算，2018 年同比下降 53.96%；中位数法计算，2018 年各公司同比增长的中位数为 4.84%，较上年同期下降 5.82 个百分点；2018 年各公司同比增长的算术平均数为 -49.53%，较上年同期下滑明显。

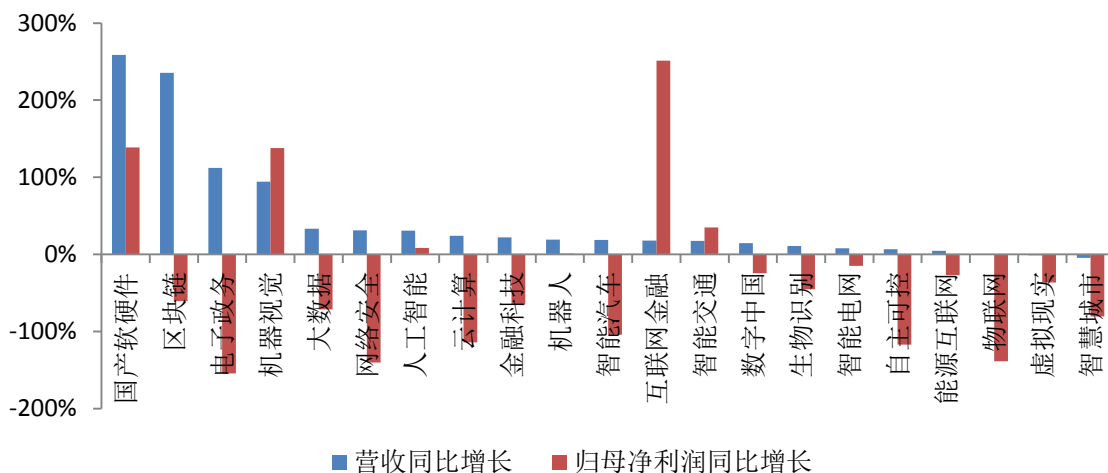
图 2：2017-2018 年计算机行业（中信）归母净利润同比增速



数据来源：wind、山西证券研究所

从细分板块来看，工业互联网领域营收增速及净利润增速最快。2018年，工业互联网板块营收较上年同比增长3201.5%，其归母净利润同比增长同样最快，达2184.20%。其次，营收同比增长较快的是国产软硬件、区块链、电子政务及机器视觉，分别同比增长258.55%、235.49%、112.01%和94.48%，均超过50%。其中，区块链、电子政务净利润增速较慢，主要是由于区块链技术处于前期探索阶段，前期投入较大，同时未形成成熟的商业模式，电子政务领域近年来出现了1分钱中标的现象，主要是由于厂商为了抢占市场份额，不惜牺牲较多毛利，导致净利润增速较慢。

图 3：2018 年计算机概念板块营收同比增长情况（剔除工业互联网板块）

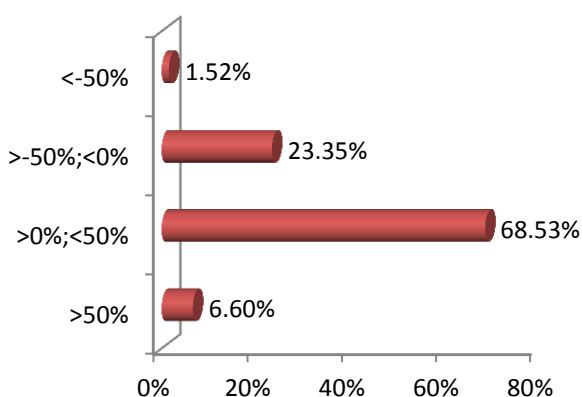


数据来源：wind、山西证券研究所

从个股来看，绝大多数个股全年实现同比正增长。从营业收入来看，计算机板块75.13%个股实现同比

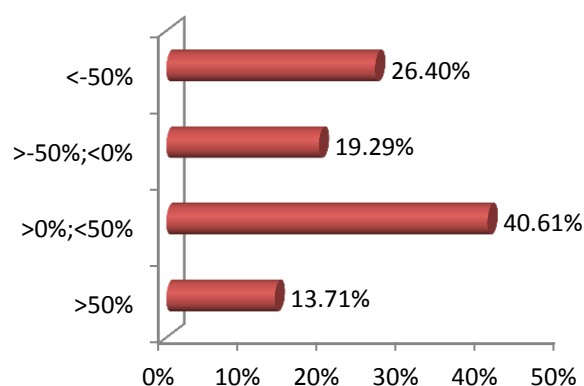
正增长，其中，6.60%的个股营收实现大幅增长（营收同比增长率 $>50\%$ ），68.53%的个股实现小幅增长（ $0\% <$ 营收同比增长率 $<50\%$ ）；24.87%的个股实现同比负增长，其中，23.35%的个股营收实现小幅下滑（ $-50\% <$ 营收同比增长率 $<0\%$ ），1.52%的个股实现大幅下滑（营收同比增长率 $<-50\%$ ）。从归母净利润来看，计算机板块54.31%个股实现同比正增长，其中，13.71%的个股实现大幅增长（归母净利润同比增长率 $>50\%$ ），40.61%的个股实现小幅增长（ $0\% <$ 归母净利润同比增长率 $<50\%$ ）；45.69%的个股实现同比负增长，其中，19.29%的个股实现小幅下滑（ $-50\% <$ 归母净利润同比增长率 $<0\%$ ），26.40%的个股实现大幅下滑（归母净利润同比增长率 $<-50\%$ ）。

图 4：2018 年计算机行业营收增速占比情况



数据来源：wind、山西证券研究所

图 5：2018 年计算机行业归母净利润增速占比情况



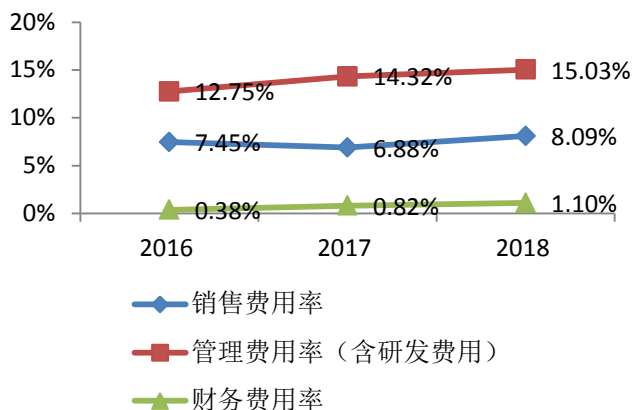
数据来源：wind、山西证券研究所

1.2 费用率上升，净利率大幅下滑

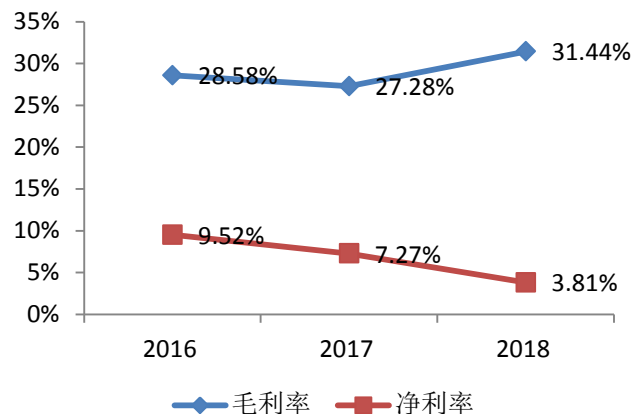
从费用率来看，三费率均有不同程度上升。2018 年，销售费用率为 8.09%，较上年提高 1.21 个百分点；管理费用率为 15.03%，较上年提高 0.71 个百分点；财务费用率为 1.10%，较上年提高 0.28 个百分点。从利润率来看，毛利率上升明显，但净利率大幅下滑。2018 年，计算机行业毛利率为 31.44%，较上年提高 4.16 个百分点；净利率受制于三费率提高，2018 年净利率仅为 3.81%，较上年下降 3.46 个百分点。

图 6：2016-2018 年计算机行业三费率分析

图 7：2016-2018 年计算机行业毛利率及净利率分析



数据来源：wind、山西证券研究所

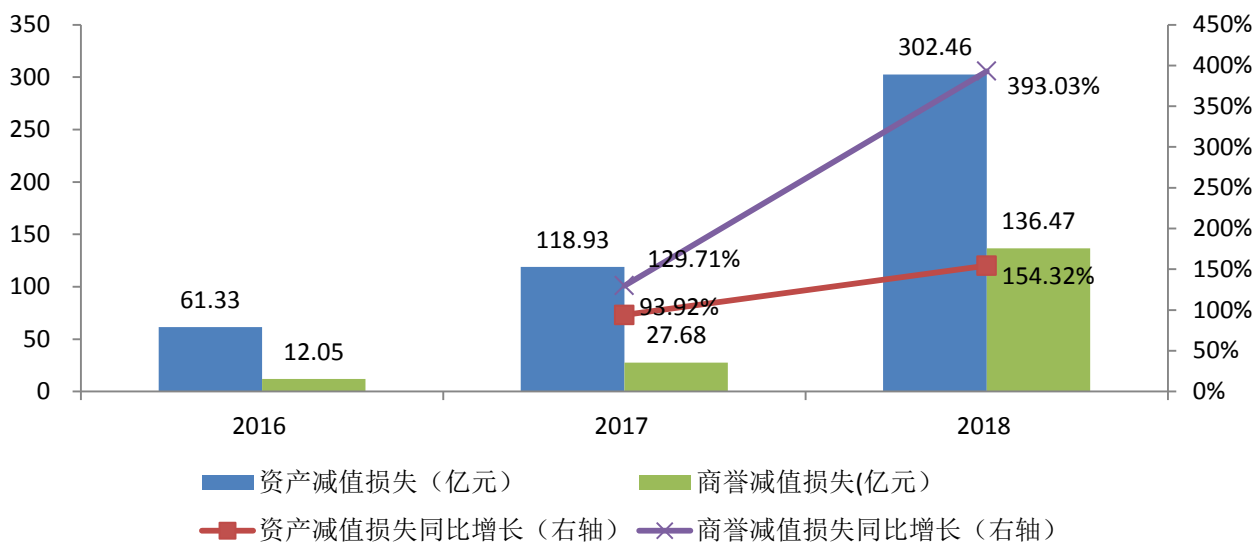


数据来源：wind、山西证券研究所

1.4 资产减值损失大幅增长

2018年，计算机行业资产减值损失达302.46亿元，较上年同比大幅增长154.32%，商誉减值损失为136.47亿元，较上年同比大幅增长393.03%。同时，商誉减值损失占比逐年提高，2018年商誉减值损失占资产减值损失45.12%，较上年同期（23.27%）提高21.85个百分点。后期，商誉减值压力将明显下降。

图 8：2016-2018 年计算机行业资产减值损失及商誉减值损失情况分析

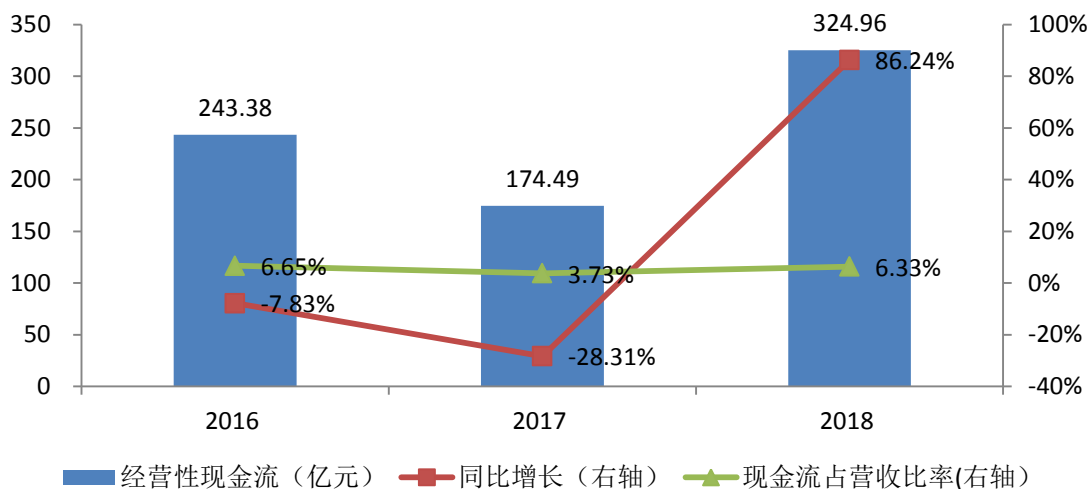


数据来源：wind、山西证券研究所

1.5 经营性现金流明显改善

2018年，计算机行业经营性现金流为324.96亿元，较上年同比大幅增长86.24%，现金流明显改善。从现金流占营业收入比率来看，2018年，经营性现金流占营收比为6.33%，较上年提高2.6个百分点。

图 9：2016-2018 年计算机行业经营性现金流明显改善

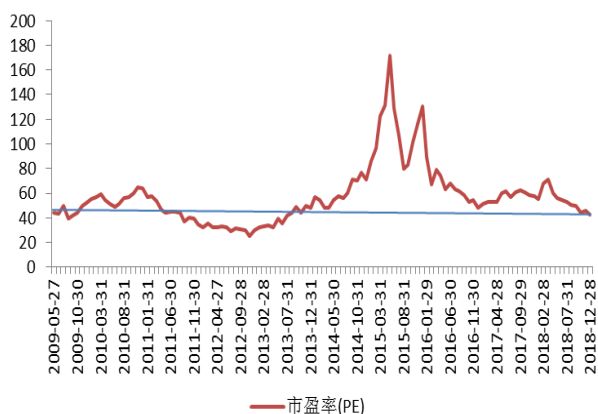


数据来源：wind、山西证券研究所

1.6 估值下修，个股表现不佳

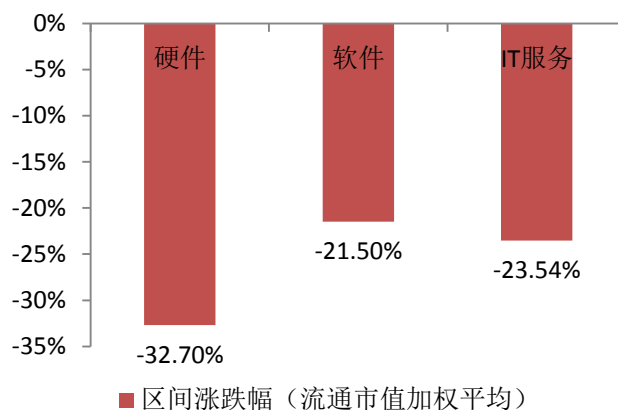
截至 2018 年年底，计算机行业市盈率为 42.95 倍，经历一年的估值下修，估值倍数从全年高点 73 倍，调整到近四年来的相对低位，个股也随着资本市场相对低迷而普遍表现不佳。2018 年，中信计算机（流通市值加权平均）下跌 25.05%。其中，计算机硬件下跌最多，为 32.70%；计算机软件下跌相对较少，为 21.50%。

图 10：2009-2018 年计算机行业市盈率分析



数据来源：wind、山西证券研究所

图 11：2018 年全年计算机子版块区间涨跌幅分析



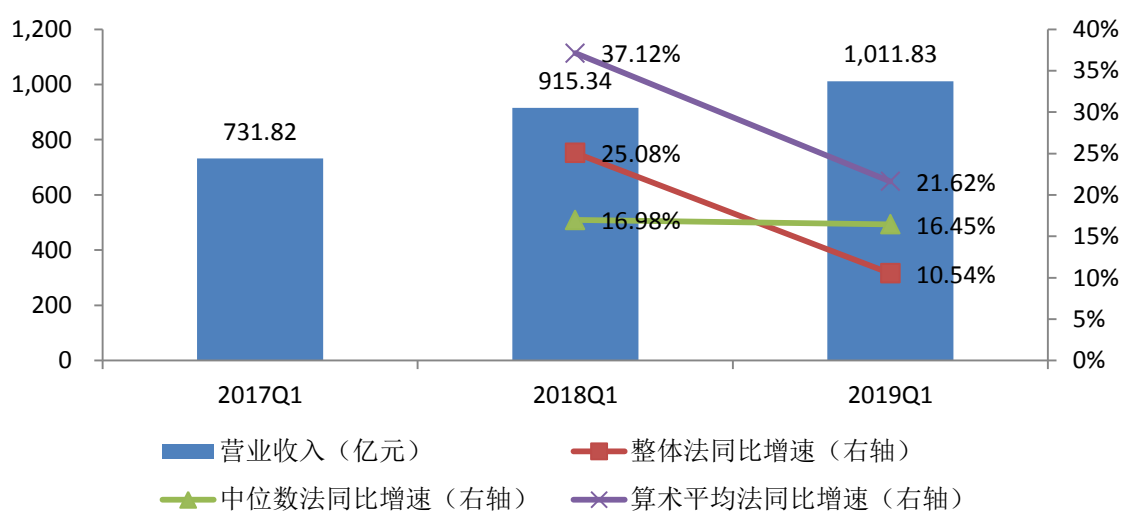
数据来源：wind、山西证券研究所

2. 2019 年一季度业绩企稳反弹，估值反弹明显

2.1 营收增速小幅下滑，净利润增速呈上升态势

营收中位数增速小幅下滑。2019 年一季度，中信计算机（剔除主营改变导致数据不可比及新股导致数据不可获得的公司）实现营业收入 1011.83 亿元。按整体法统计，一季度较上年同期同比增长 10.54%；按中位数法统计，一季度各公司同比增长的中位数为 16.45%，较上年同期小幅下降 0.53 个百分点；按算术平均法统计，一季度各公司同比增长的算术平均数为 21.62%。

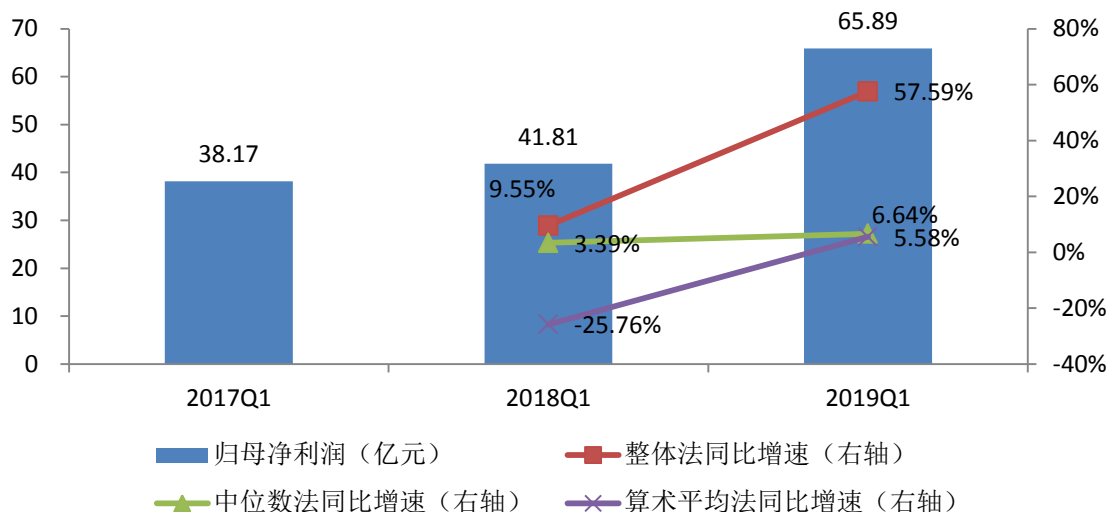
图 12：2017-2019 年计算机行业（中信）一季度营业收入同比增速



数据来源：wind、山西证券研究所

归母净利润增速较上年同期提升明显。2019 年一季度，中信计算机（剔除主营改变导致数据不可比及新股导致数据不可获得的公司）实现归母净利润 65.89 亿元。按整体法统计，一季度较上年同期同比增长 57.59%，大幅提升 48.04 个百分点；按中位数法统计，各公司同比增长的中位数为 6.64%，较上年同期上升 3.25 个百分点；按算术平均法统计，各公司同比增长的算术平均数为 5.58%，相比上年同期的负增长转变为正增长。

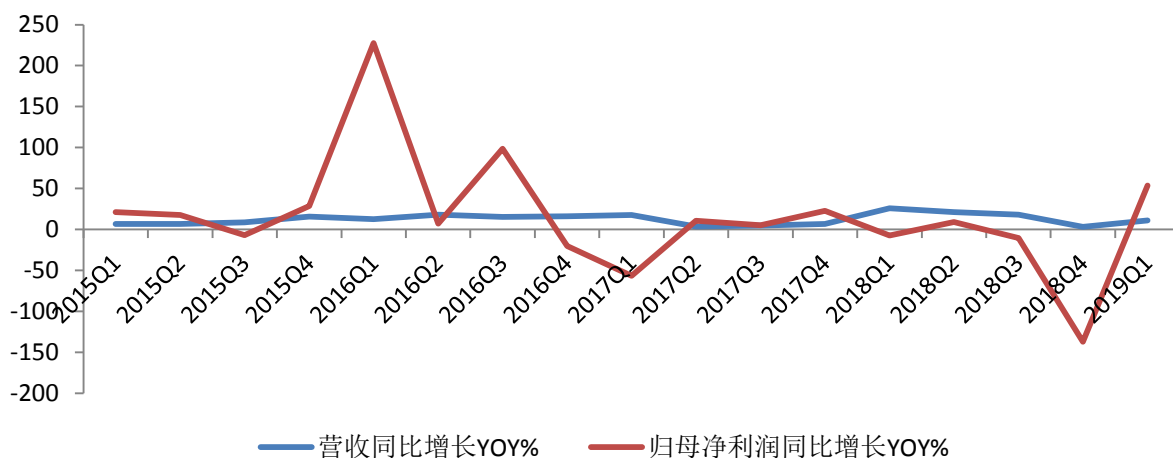
图 13：2017-2019 年计算机行业（中信）一季度归母净利润同比增速



数据来源：wind、山西证券研究所

从单季度变化来看,2018Q4 业绩见底后 2019Q1 反弹。营业收入方面,2018Q4 营收同比增速下滑明显,2019Q1 反弹明显。归母净利润方面,2018Q3 和 2018Q4 均同比负增长,其中四季度同比下降幅度最大,2019Q1 增速大幅反弹。

图 14: 2015Q1-2019Q1 计算机行业（中信）单季度营收和净利润增速 YOY

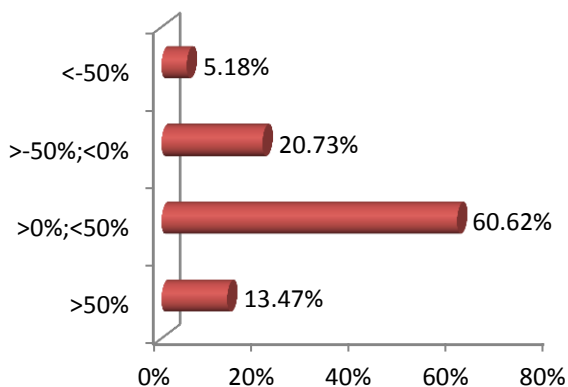


数据来源：wind、山西证券研究所

从个股来看,超七成公司一季度实现同比正增长,近六成公司净利润实现同比正增长。从营业收入来看,计算机板块 74.09% 个股实现同比正增长,其中,13.47% 的个股营收实现大幅增长(营收同比增长率>50%),60.62% 的个股实现小幅增长(0%<营收同比增长率<50%);25.91% 的个股实现同比负增长,其中,20.73% 的个股营收实现小幅下滑(-50%<营收同比增长率<0%),5.18% 的个股实现大幅下滑(营收同比增长率<-50%)。从归母净利润来看,计算机板块 58.03% 个股实现同比正增长,其中,24.53% 的个股实现大幅增长(归

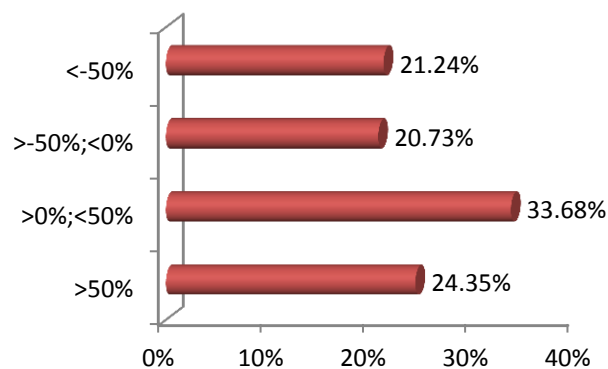
母净利润同比增长率>50%)，33.68%的个股实现小幅增长(0%<归母净利润同比增长率<50%)；41.97%的个股实现同比负增长，其中，20.73%的个股实现小幅下滑(-50%<归母净利润同比增长率<0%)，21.24%的个股实现大幅下滑(归母净利润同比增长率<-50%)。

图 15：2019 年一季度营收增速占比情况



数据来源：wind、山西证券研究所

图 16：2019 年一季度归母净利润增速占比情况

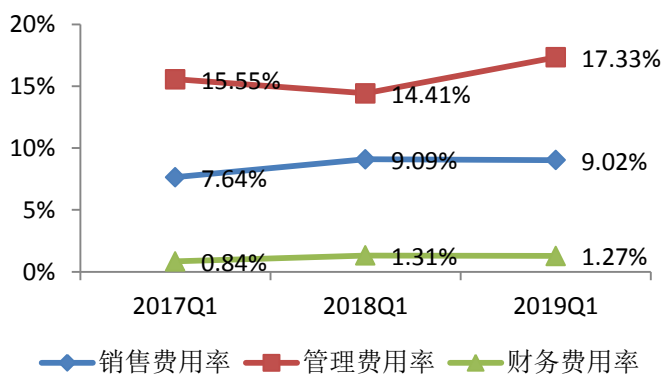


数据来源：wind、山西证券研究所

2.2 费用率管控向好，净利率提升明显

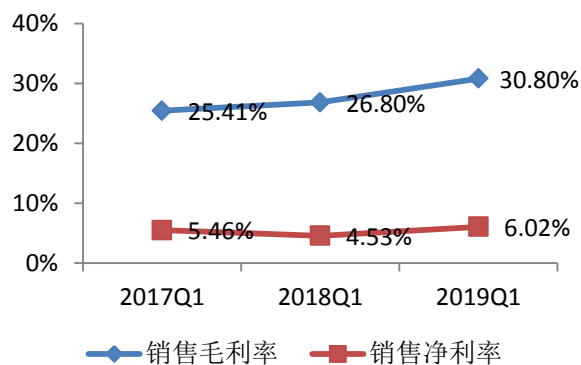
从费用率来看，销售费用率及财务费用率有所下降，管理费用率略有上升。2019 年一季度，销售费用率为 9.02%，较上年同期下降 0.07 个百分点；财务费用率为 1.27%，较上年同期下降 0.04 个百分点；管理费用率为 17.33%，较上年同期提高 2.92 个百分点。从利润率来看，毛利率及净利率均上升明显。2019 年一季度，计算机行业毛利率为 30.80%，较上年同期提高 4.00 个百分点；受限于管理费率提高，19 年一季度净利率为 6.02%，较上年同期提高 1.49 个百分点。

图 17：2017-2019 年一季度三费率分析



数据来源：wind、山西证券研究所

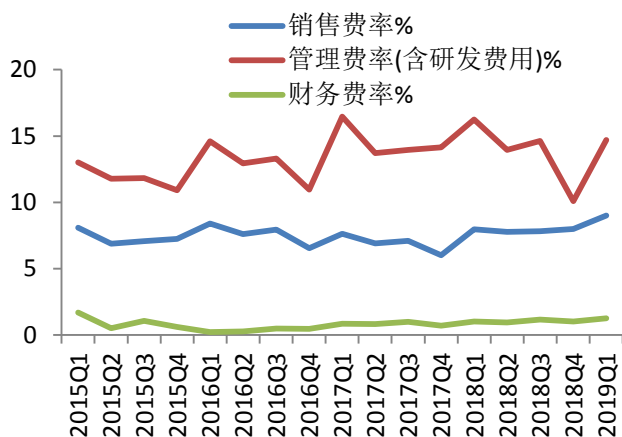
图 18：2017-2019 年一季度利润率分析



数据来源：wind、山西证券研究所

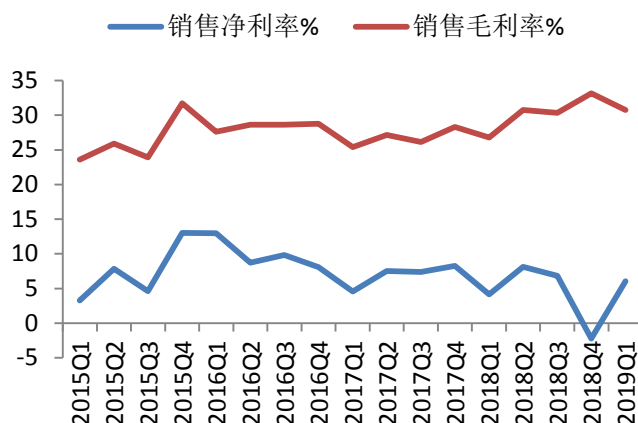
从单季度变化来看，费用率整体呈上升趋势，净利率 2018Q4 见底，2019Q1 明显反弹。期间费用率方面，2018Q4 管理费用率（包含研发费用）出现明显下降，但 2019Q1 迅速回升；销售费用和财务费用率逐季度呈上升态势。盈利能力方面，2018Q4 净利率为负，2019Q1 净利率出现明显反弹，恢复到前期正常水平。

图 19：2015Q1-2019Q1 单季度费用率变化分析



数据来源：wind、山西证券研究所

图 20：2015Q1-2019Q1 单季度盈利能力变化分析

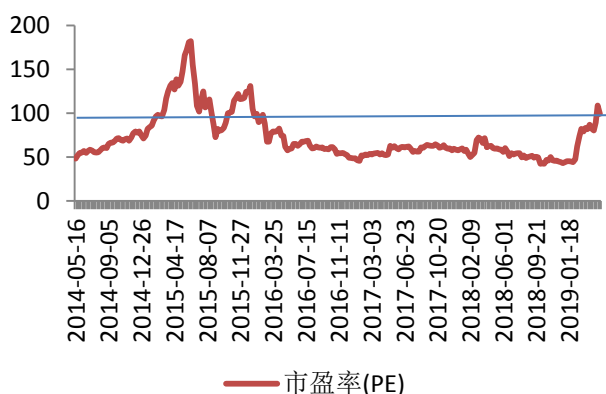


数据来源：wind、山西证券研究所

2.3 估值反弹，个股表现强劲

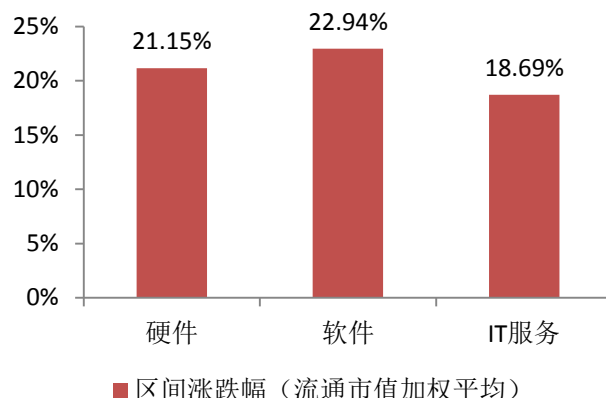
截至 2019 年 5 月 9 日，计算机行业市盈率为 99.1 倍，较今年年初的 42 倍反弹超一倍，处于 15 年年底、16 年年初水平，个股也随着资本市场活跃度提升而表现强劲。2019 年初至 5 月 9 日，中信计算机（流通市值加权平均）上涨 21.64%。其中，计算机软件上涨最多，为 22.93%；硬件和 IT 服务分别上涨 21.15%和 18.69%。

图 21：2014-2019 年年初计算机行业市盈率分析



数据来源：wind、山西证券研究所

图 22：2019 年年初至今计算机子版块区间涨跌幅



数据来源：wind、山西证券研究所

3. 投资建议

综合来看，2018 年全年计算机板块业绩下滑明显，2019 年一季度有企稳迹象，但仍需验证；当下计算机板块估值已处于近期高位，有一定下修空间；2018 年资产减值损失大幅增加，商誉减值占比提升，展望 2019 年，资产减值压力将大幅减小，对业绩的扰动因素有望大幅缓解；外围因素动荡，中美贸易战近期又重新抬头，短期导致计算机指数明显调整，后期关注中美贸易谈判进展。

板块方面，建议关注抗周期明显、受益政策催化及行业边际改善明显的细分领域，包括电子政务、医疗信息化、云计算及金融科技。我们长期看好人工智能、智能驾驶、自主可控等产业化加速落地机会。

个股方面，建议关注估值合理、渠道优势明显、产品化能力强的白马龙头，重点推荐：美亚柏科、卫宁健康、用友网络、恒生电子。

3.1 美亚柏科（300188）：电子取证持续发力，大数据业务高速增长

电子取证龙头地位持续验证。美亚柏科是国内电子数据取证领域龙头企业，电子数据取证产品涵盖了电子数据获取、电子数据分析及电子数据销毁等系列，提供现场勘查、实验室分析等一站式解决方案。同时，公司持续顺应移动互联网、物联网时代的发展，积极探索人工智能技术在电子取证领域的应用，研究出多款新产品及实现原有产品的升级换代，巩固电子取证领域的龙头地位。包括首个面向物联网设备的取证产品“汽车取证大师”、手机取证产品“手机云勘大师”、服务器云取证产品“云勘大师”等。2018 年公司电子取证领域实现收入 7.37 亿元，营收占比达 46.06%。

大数据业务保持高速增长。大数据信息化已成为公司重要战略发展方向之一，公司积极抓住大数据业务发展机会，在市场推广、产品研发等方面做了超前布局，提高了公司大数据信息化产品的核心竞争力。市场推广方面，公司依托在司法大数据的建设能力和建设经验，积极开拓市场监管、海关等其他行业市场，实现了大数据平台建设的跨行业复制。公司的大数据平台业务已涵盖司法机关、监察委、海关、市场监管和税务稽查等行业，产品包括司法大数据平台、城市公共安全平台及海关、市场监管、涉税评估等领路的大数据解决方案。产品研发方面，加大大数据汇聚融合平台建设，为客户实现不同地区、不同部门、不同业务的资源共享与业务协同，最大限度地提升信息应用效能上作用明显。2018 年公司大数据信息化业务实现收入 4.96 亿元，较去年同期增长 100.74%。

随着国务院机构改革逐步落地，电子取证及专项执法设备业务有望重新放量，同时，公司大数据业务市场拓展成效显著，我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.49\0.69\0.90，对应公司 5 月 10 日收盘价 17.21，

2019-2020 年 PE 分别为 35\24\19，维持“买入”评级。

3.2 卫宁健康（300253）：医疗信息化纯正标的

政策催化，医疗信息化迎建设高峰期。4月28日，北京市卫健委发布推进优化营商环境改革通气会上表示，北京正在推进建立医疗服务和职业监管平台，并将互联网医院平台纳入监管平台，以保障互联网诊疗服务质量；广东首批22家医院上线互联网医院。根据《广东省促进“互联网+医疗健康”行动计划(2018-2020年)》要求，“到2020年，三甲医院全面开展“互联网+”医疗服务”。到2019年底，50%以上的三甲医院开展“互联网+”医疗服务；人社部近日印发《关于全面开展电子社会保障卡应用工作的通知》，计划用2-3年时间逐步实现电子社保卡的应用，今年要在所有地市实现签发应用全国统一标准的电子社保卡等信息。在众多政策催化下，“互联网+医疗”或迎来新一轮爆发期。

中标多个代表性项目，市占率明显提升。近期，国家医保局医保信息化平台建设拉开序幕，公司中标基金运行及审计监管子系统、医疗保障智能监管子系统，有望在医保信息化平台区域下沉时，优先受益；医共体集团化管理平台在山西省落地，下沉县域内优势资源，实现资源共享，打造富有特色的县域综合医改“山西模式”。在JCI、HIMSS、国家医疗健康信息互联互通标准化成熟度测评以及电子病历系统功能应用水平分级评价等方面，助力上海中医药大学附属龙华医院、上海市浦东医院、上海天佑医院通过JCI认证，助力上海中医药大学附属龙华医院、上海交通大学附属儿童医院通过HIMSS7级评审，助力广东省阳江市人民医院、上海市浦东医院通过HIMSS6级评审，助力重庆市南川区人民医院、安徽医科大学第一附属医院、福建省立医院、南京市六全区卫生和计划生育局通过互联互通四级甲等评审，助力上海市徐汇区大华医院通过电子病历五级评价等，这些示范项目的实施，得到了客户及行业同仁的高度认可，进一步彰显公司技术实力达到国内领先水平。

创新业务呈现高速发展态势，业绩贡献不断提升。“云医”主要通过纳里健康平台，布局医疗机构及医联体。截至2018年末，纳里健康共签约医疗合作项目超200个，遍及云南、广西、广东、新疆、湖北、安徽、吉林等地，纳里健康平台已接入国内医疗机构超2,000家，注册医护人员超20万名，远程医疗超200万人次，服务患者超1亿人次。“云险”以医疗支付为主线，构建统一支付平台以及保险风控体系为核心，解决医疗场景中遇到的自费、商保、医保支付问题。自2017年投入运营以来，已在上海、贵州、安徽、江苏、重庆、广西、四川、广东、湖北、天津、浙江、湖南、青海、内蒙古、山西、山东、云南、福建、北京、河南等地近1,000家医疗机构投放支付设备12,000多台，交易金额超80亿元，交易笔数超过5,000万笔。“云药”持续打造一个融“处方流转、药险联动、B2B赋能、健康服务”于一体的“药联体”，推动药世圈云药平台与卫宁医疗健康业务的搭载与延伸。截至2018年末，“药联体”合作成员逾7万家，用户分

布于全国 30 个省市自治区；合作保险公司达 50 余家，管理保费金额超 30 亿元，依托“药联体”等平台，整体交易额累计超过 4.5 亿元。“云康”实现线上线下一体化的居民保健+慢病管理+就医导医+体检服务，其中公司参股的上海好医通健康信息咨询有限公司布局“互联网+体检”，已连接 1,500 多家医院及体检中心，年体检服务超 32 万人次，服务企业客户超 6,500 多家。

预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.26\0.36\0.49，对应公司 5 月 10 日收盘价 13.00 元，2019-2020 年 PE 分别为 50\36\26，给予“买入”评级。

3.3 用友网络（600588）：云业务高速增长，工业互联网平台成绩可期

云业务保持高速增长。2018 年，公司云服务业务实现收入 20.94 亿元，其中云平台（PaaS）、应用服务（SaaS）、非金融类业务运营服务（BaaS）及数据服务（DaaS）收入 8.51 亿元，同比增长 108.0%。累计注册企业客户数 467.21 万家，累计付费企业客户数 36.19 万家，较 2017 年年末增长 55%。

积极布局工业互联网领域，精智工业云平台市场推广超预期。公司持续加强基于精智工业云的云服务产品开发及业务推广，与各地政府合作，积极推动和支撑工业企业上云。公司参与建设 7 个地方政府主导的工业互联网平台，入围 18 个省级“工业互联网及企业上云”服务商资源池计划。用友精智工业互联网平台入选工信部“工业互联网试验测试平台”（国家级双跨平台）。公司负责搭建的贵州工业云（用友）平台，被评为贵州省 2018 年工业互联网优秀项目。

软件业务继续保持效益化稳定增长。公司通过优化软件业务的客户经营体系，深化客户经营，提高客户满意度，提高经营效率与效益，同时结合云和金融业务，形成更丰富的解决方案，拉动软件产品销售。同时，公司正式通过全球软件领域最高级别 CMMI5 级认证评估，已具备全球顶级的软件成熟度及软件项目管理能力。

预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.33\0.46\0.54，对应公司 5 月 10 日收盘价 24.02 元，2019-2020 年 PE 分别为 72\52\44，给予“买入”评级。

3.4 恒生电子（600570）：传统+创新业务齐头并进，业绩有望持续放大

研发创新力度出众，加速产品升级。公司 2018 年的研发费用投入总计 14.04 亿元，占营业收入的 43.05%。公司在面对监管市场不断变化，技术创新不断迭代的大背景下，积极探索区块链、大数据、人工智能等前沿技术，在研发方面基本形成了由恒生研究院、研发中心以及业务部门平台研发组成的三级研发架构体系，满足公司不同的研发需求。在产品方面，公司积极应用新一代信息技术，持续升级现有产品，提高性能和

服务质量，提高产品的核心竞争力。如公司的新一代核心业务平台产品 UF3.0 中标招商证券，得到了行业内的高度重视；O45、AM4 签订行业标杆客户，取得突破；估值产品在银行领域实现突破，在证券托管、基金市场占有率有提升；完成互联网实时 TA 研发和上线。

海外业务增长迅速。去年公司海外业务实现 1.7 亿收入，较上年同比增长 89.97%，毛利率为 83.48%，较上年增加 11.25 个百分点。海外并购方面，公司为进一步优化和整合公司在相关的业务布局，收购了大智慧（香港）投资控股有限公司剩余 41.75% 的股权，最终实现控股，股权达 96.45%，为公司在海外业务的发展奠定了基础。

创新业务增长快速，业务场景不断拓展。云纪网络智能化产品 iSee 和中银国际、中原证券、国盛证券等取得合作；专业投资者服务 PBOX 系统市场影响力进一步提升；云毅网络发展良好，证投网络的 OPLUS 系统继续拓展，私募综合管理系统也已经在多家大型私募上线服务。同时，聚源智能小梵、鲸腾行情云服务、智能 KYC、晓鲸百问等服务内容不断丰富，且逐步迈向智能化进程；终端服务方面，个人交易终端、专业机构投资终端缓步发展中，新推出智能理财师终端服务于财富管理及资产配置领域。

随着今年资本市场表现回暖，金融机构的 IT 需求有望放大，同时创新业务及海外业务的高速增长也有望增加公司收入弹性，我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.32\1.58\1.93，对应公司 5 月 10 日收盘价 83.49 元，2019-2020 年 PE 分别为 63\52\43，给予“买入”评级。

4. 风险提示

业绩不达预期；政策支持不及预期；技术突破不及预期等。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

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

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。