

计算机行业 2019 中报总结

行业分化加剧，优质头部公司投资价值愈发突显

分析师：刘雪峰



SAC 执证号: S0260514030002

SFC CE.no: BNX004



021-60750605



gfliuxuefeng@gf.com.cn

分析师：庞倩倩



SAC 执证号: S0260519010004



021-60750605



pangqianqian@gf.com.cn

请注意，庞倩倩并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

核心观点：

● 行业分化加剧，优质头部公司投资价值愈发突显（首页数据均为中位数法下统计结果，增速均为同比增速）

本文采用中位数法（股票池 184 家公司）、整体法（自 14 年中报有财务数据的 132 家公司）、整体法（自 17 年中报有财务数据的 182 家公司）对计算机行业中报业绩情况进行了分析，以下所指 19 家头部公司是我们根据各领域具有技术等核心竞争力和行业地位筛选出的 19 家相对领先的头部公司。

行业整体收入增长承压，盈利能力较稳定：行业收入增速为 12.10%，同比下滑 5.42 个百分点；归母净利润增速为 11.54%，同比下滑 1.51 个百分点；扣非归母净利润增速为 9.44%，同比增长 0.85 个百分点。

从收入增速/归母净利润增速/扣非归母净利润增速三个指标来看，中位数法下，虽收入增速反映行业存在一定经营压力，但利润增速对稳定。整体法下，除归母净利润以外，其余两项指标增速下滑明显。整体而言，业绩增速承压，但利润端显示出一定韧性。增速承压受下游需求影响较大，典型如集成、银行 IT 硬件、服务器等领域。

后续趋势趋稳：预收账款增速为 15.5%，明显高于收入增速；经营性现金流净额/收入同比提升 4 个百分点。

头部公司逆势表现优异。营业总收入、归母净利润、扣非归母净利润增速分别是 20.76%、36.61%、18.45%，表现显著优于行业。且头部公司持续加大研发投入，研发支出同比增加 2.03 个百分点至 15.35%。港股金蝶国际的云服务收入增速（54.9%）、客户续约率（90%）等各项指标也表现优异。头部公司相当部分拥有较强的创新能力，在传统业务上不断扩大领先差距、在新兴业务上的优势明显。

市场越发偏好大公司，尤其是细分领域优质头部公司。19 家头部公司在计算机行业市值占比从 19% 提升至 32%，占比提升 65%。从 15 年至今，市场逐渐聚焦大公司，尤其是细分领域的优质头部公司。头部公司的溢价本质在于其传统业务继续领先，高估值新兴业务如云服务、智能车载和互联网医疗更是行业较少脱颖而出的典型。

计算机行业部分细分领域需求确定性较强、新业务落地渗透率快速提升、抗周期性较强，典型如医疗信息化/互联网医疗、企业云服务、智能车载等领域。信息安全受益于政策推动下游需求改善明显。每一波产业新周期，机会大概率属于行业领先公司，部分龙头公司已历经检验，将引领计算机行业加速发展，带动计算机行情。

● 风险提示

分化加剧对行业指数的影响；下游景气度和需求不确定性的影响，典型如受财政预算强约束或周期性较强支出态势不明朗的下游领域；外部环境与市场风险偏好的不确定性。

相关研究：

计算机行业:风险偏好依赖加深，基本面支撑不可忽视

2019-09-01

计算机行业:医保支付互联网医疗，政策明朗，待脱卡支付实现

2019-09-01

计算机行业:继续持有头部公司，应对外部环境不确定性

2019-08-25

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS (元)		PE (x)		EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
石基信息	002153.SZ	CNY	34	2019/08/29	增持	36.40	0.52	0.63	65.38	53.97	76.76	56.38	6.5	7.3
广联达	002410.SZ	CNY	36.1	2019/08/22	买入	38.17	0.30	0.35	120.33	103.14	148.97	121.76	9.6	10.1
卫宁健康	300253.SZ	CNY	14.64	2019/08/30	买入	15.97	0.25	0.31	58.56	47.23	55.96	43.72	11.4	12.6
浪潮信息	000977.SZ	CNY	25.5	2019/08/30	买入	27.58	0.69	1.00	36.96	25.50	17.52	12.92	10.0	12.7
深信服	300454.SZ	CNY	111.02	2019/08/23	买入	112.73	1.58	1.99	70.27	55.79	143.90	121.61	15.7	16.5
中科创达	300496.SZ	CNY	34.56	2019/08/08	买入	38.50	0.55	0.76	62.84	45.47	63.87	45.35	13.1	15.3

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

投资要点	5
研究方法说明	7
一、中报业绩：行业收入增速承压，头部公司呈现更好的抗周期性	8
1. 行业整体：收入增速承压，利润端较有韧性	8
1.1 成长性	8
1.2 盈利能力	12
1.3 费用率	13
2. 头部公司：业绩增速好于行业，呈现更好的抗周期性	15
2.1 成长性	15
2.2 盈利能力及费用率	16
二、预收账款增速回升，经营性现金流有所改善	17
1. 预收账款增速回升	17
2. 应收账款增速同比收窄，仍存在应收款项坏账计提风险	17
3. 经营活动现金流量情况有所改善	18
三、外延投资及商誉总规模增速放缓	19
1. 外延投资增速放缓，未来行业的成长性会更大程度依赖下游需求	19
2. 商誉减值风险：行业商誉总规模增速放缓，龙头公司风险较小	19
2.1 商誉总规模增速放缓	19
2.2 行业整体商誉减值风险仍需关注	20
2.3 头部公司商誉减值对利润的潜在影响程度低于行业水平	20
四、市场逐渐向头部公司聚焦	22
五、行业估值水平	23
六、风险提示	23

图表索引

图 1: 中位数法: 收入增速下降 5.42pct.....	8
图 2: 整体法 (132 家): 收入增速下降 22.53pct.....	8
图 3: 2019 年中报收入增速分布.....	9
图 4: 2018 年中报收入增速分布.....	9
图 5: 中位数法: 归母净利润增速下降 1.51pct.....	9
图 6: 整体法 (132 家): 归母净利润增速上升 1.21pct.....	9
图 7: 2019 年中报归母净利润增速分布.....	10
图 8: 2018 年中报归母净利润增速分布.....	10
图 9: 中位数法: 扣非归母净利润增速上升 0.85pct.....	11
图 10: 整体法 (132 家): 扣非归母净利润增速下滑 56.07pct.....	11
图 11: 2019 年中报扣非归母净利润增速分布.....	11
图 12: 2018 年中报扣非归母净利润增速分布.....	11
图 13: 单季度营业总收入增速、归母/扣非归母净利润增速变化 (中位数法) ...	12
图 14: 行业毛利率变化.....	13
图 15: 行业净利率变化.....	13
图 16: 三项费用率 (中位数) 变化.....	14
图 17: 中位数法: 研发支出增速下降 1.65pct.....	14
图 18: 整体法 (132): 研发支出增速下降 8.00pct.....	14
图 19: 中位数法: 研发支出占总收入比重上升 0.82pct.....	15
图 20: 整体法 (132): 研发支出占总收入比重上升 0.71pct.....	15
图 21: 头部公司收入、归母净利及归母扣非净利增速.....	16
图 22: 头部公司主要财务比率.....	16
图 23: 中位数法: 预收账款增速上升 5.78pct.....	17
图 24: 整体法 (132 家): 预收账款增速提升 4.05pct.....	17
图 25: 中位数法: 应收账款增速下降 5.89pct.....	18
图 26: 整体法 (132 家): 应收账款增速下降 15.42pct.....	18
图 27: 经营活动现金流量净额变化.....	18
图 28: 投资活动现金流出变化.....	19
图 29: 商誉总值增速下降 (2015H1~2019H1).....	20
图 30: 行业商誉/加回商誉减值的归母净利润.....	20
图 31: 行业商誉与净资产、总资产比值.....	20
图 32: 头部公司商誉/加回商誉减值的归母净利润.....	21
图 33: 头部公司商誉与净资产、总资产比值.....	21
图 34: 市值占比对比.....	22
图 35: 行业 PE 变化 (市盈率历史 TTM 整体法, 单位: 倍).....	23

投资要点

(投资要点具体数据均为中位数法下统计结果, 增速均为同比增速)

1. 行业业绩增长存在一定压力, 龙头呈现出更好的抗周期性

截至2019年8月30日, 计算机行业19年中报全部披露完毕, 本文采用中位数法(股票池184家公司)、整体法(自14年有财务数据的132家公司)、整体法(自17年中报有财务数据的182家公司)对中报业绩情况进行了分析, 行业整体中位数法下:

- 行业收入增速中位数为12.10%, 较去年同期的17.52%下降5.42个百分点;
- 归母净利润增速中位数为11.54%, 较去年同期的13.05%下滑1.51个百分点;
- 扣非归母净利润增速中位数为9.44%, 较去年同期的8.59%增长0.85个百分点。

从收入增速/归母净利润增速/扣非归母净利润增速三个指标来看, 中位数法下, 虽收入增速反映出行业存在一定经营压力, 但归母净利润/扣非净利润相对稳定。整体法下, 除归母净利润以外, 其余两项指标增速下滑明显。整体而言, **经营压力犹存, 但利润端显示出一定韧性**。行业业绩增速承压, 受下游需求影响较大, 典型如集成、银行IT硬件、服务器等领域。

中位数法与整体法统计结果呈现的差异, 主要因行业内以集成、银行IT硬件为主要业务的公司受到政府开支或行业本身的生命周期影响, 增长乏力, 这些公司收入体量普遍较大, 拖累整体收入增速。

单季度来看, 主要业绩指标增速均有所下降, 下半年的增长需重点关注下游需求的变化。

头部公司逆势表现优异。营业总收入、归母净利润、扣非归母净利润增速分别是20.76%、36.61%、18.45%, 表现显著优于行业。且头部公司持续加大研发投入, 研发支出同比增加2.03个百分点至15.35%。港股金蝶国际的云服务收入增速(54.9%)、客户续约率(90%)等各项指标也表现优异。头部公司相当部分拥有较强的创新能力, 在传统业务上不断扩大领先差距、在新兴业务上的优势明显。

2. 外延投资及商誉总规模增速放缓, 行业的成长性会更大程度依赖下游需求

外延投资增速放缓, 未来行业的成长性会更大程度依赖下游需求。投资活动现金流出上半年中位数为2.09亿元, 同比下滑33%。投资活动现金流出中位数与营业总收入中位数的比值为34%, 去年同期为57%, 同比下滑23个百分点, 15中到18年中投资活动现金流出一直呈增加态势, 18年中至19年中的下滑或主要与宏观经济环境变化有关。随着外延投资趋势放缓, 未来行业的成长性会更大程度依赖下游需求。

3. 行业商誉总规模增速放缓, 龙头公司风险较小

整体法下, 从132家计算机行业上市公司来看, 截至2019年中报, 商誉总值达到1171.80亿元, 较上年同期减少6.4%(减少主要因18年报计提商誉减值)。较年

初增长1.6%（18H1、17H1分别较年初增长4.2%、6.7%），商誉总规模增速放缓。

2018年商誉总额与加回商誉减值的归母净利润总额的比值为326%。若出现减值，可能对行业净利润产生较为重大影响。19家头部公司2018年商誉与加回商誉减值后的归母净利润的比值分别220%，风险相对较小。

4. 市场逐渐向头部公司聚焦

市场越发偏好大公司，尤其是细分领域优质头部公司。我们分析了2019年中报收入规模前50、后50、19家头部公司的市值占比变化趋势，从15年12月31日至19年8月30日，收入规模前50公司市值占比从46%提升至58%，占比增长27%；收入规模后50公司市值占比从13%降至10%，占比下滑26%；**19家头部公司市值占比从19%提升至32%，占比提升65%**。从15年至今，市场逐渐聚焦大公司，尤其是细分领域的优质头部公司。头部公司的溢价本质在于其传统业务继续领先，高估值新兴业务如云服务、智能车载和互联网医疗更是行业较少脱颖而出的典型。

5. 估值处于历史相对较低水平，持续看好龙头新技术/新业务前景

截至2019年8月30日收盘，计算机行业市盈率（中信分类-TTM整体法-剔除负值）为47倍，处于三年多相对较低水平。

总体观点：计算机行业部分细分领域需求确定性较强、新业务落地渗透率快速提升、抗周期性较强，典型如医疗信息化/互联网医疗、企业云服务、智能车载等领域。信息安全受益于政策推动下游需求改善明显。每一波产业新周期，机会大概率属于行业领先公司，部分龙头公司已历经检验，将引领计算机行业加速发展，带动计算机行情。

风险提示

分化加剧对行业指数的影响；下游景气度和需求不确定性的影响，典型如受财政预算强约束或周期性较强支出态势不明朗的下游领域；外部环境与市场风险偏好的不确定性。

研究方法说明

截止到8月30日，计算机行业中报全部披露完毕，我们统计了计算机行业184家上市公司2019年中报业绩。分别采用中位数法、整体法进行分析：

- 中位数法（样本为184家公司，增速为“**增速的中位数**”）；
- 整体法（样本为自14年中报有财务数据的132家公司）；
- 整体法（样本为自17年中报有财务数据的182家公司）。

考虑到整体法下公司体量差异较大，大体量公司的变动对整体影响较大。中位数法对于概括行业内公司整体变化更有意义。

文中所指19家头部公司，是我们根据各领域具有技术等核心竞争力和行业地位筛选出的19家相对领先的头部公司：恒生电子，石基信息，用友网络，四维图新，广联达，浪潮信息，深信服，启明星辰，中科创达，卫宁健康，紫光股份，亿联网络，光环新网，宝信软件，新大陆，新国都，汉得信息，网宿科技，科大讯飞。

增速无特别说明的情况下均为同比增速。

一、中报业绩：行业收入增速承压，头部公司呈现更好的抗周期性

1. 行业整体：收入增速承压，利润端较有韧性

1.1 成长性

(1) 收入增速

➤ 中位数法：

2019上半年行业收入增速中位数为12.10%，较去年同期的17.52%下降5.42个百分点，高于2018年下降幅度。从增速变化来看，已创近5年新低。从分布上来看，收入增速大于50%的公司数量占比，由18H1的16.38%下降至8.29%；收入下滑的公司数量占比，由18H1的18.08%上升至27.07%。我们认为：

- 1) 高收入增速的公司数量占比同比下降可能是因为并表的数量减少和下游需求影响所致（典型如集成、银行IT硬件、服务器等领域）；
- 2) 收入下滑公司的数量占比同比提升或反映出计算机行业整体经营压力较大。

➤ 整体法（132家）：

2019年上半年行业收入规模为2755亿元，同比增长6.04%，增速下滑22.53个百分点。

➤ 整体法（182家）：

19H1收入增速6.92%，同比下滑20.93个百分点。

图1：中位数法：收入增速下降5.42pct

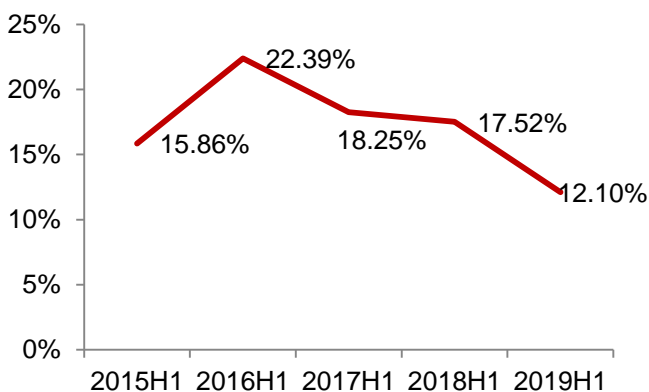
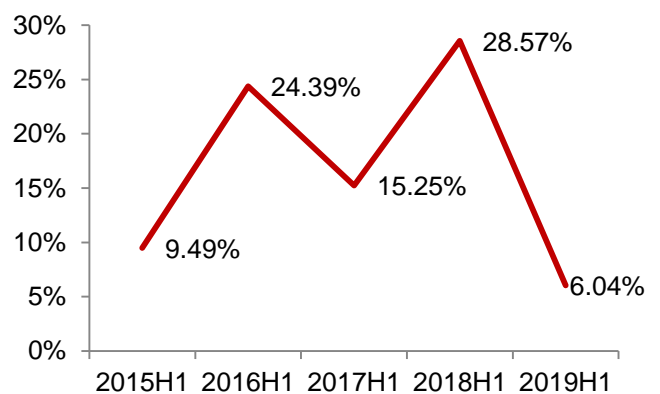


图2：整体法（132家）：收入增速下降22.53pct



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图3: 2019年中报收入增速分布

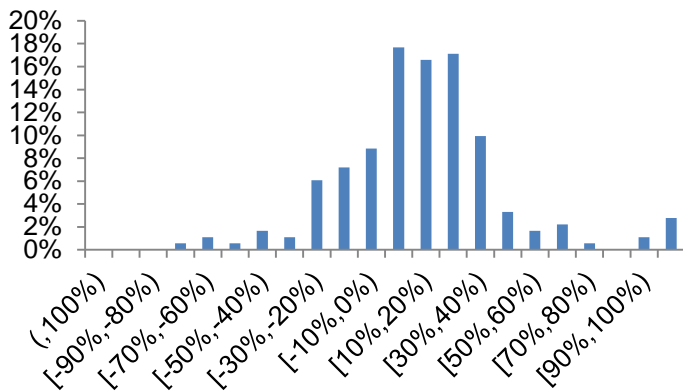
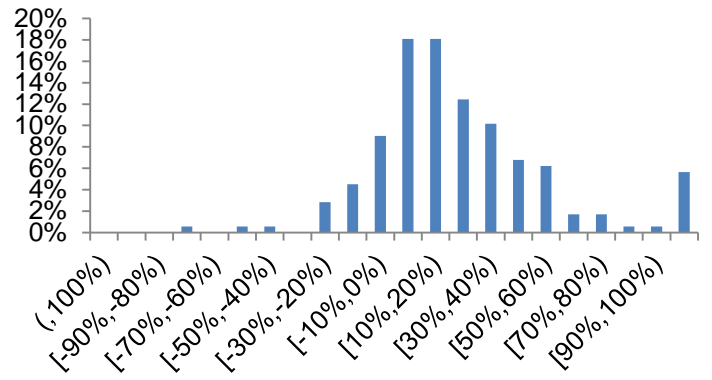


图4: 2018年中报收入增速分布



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

(2) 归母净利润增速

➤ 中位数法:

2019年上半年行业归母净利润增速中位数为11.54%，较去年同期的13.05%下滑1.51个百分点。净利润增速超过50%的公司数量占比，由18H1的26.55%，减少至19.34%；64.64%的公司归母净利润实现增长，占比较去年同期增加0.80个百分点。整体来看，在收入下滑的情况下，归母净利显示出一定的韧性。

➤ 整体法 (132家):

2019年上半年行业归母净利润规模182亿元，同比增速为36.88%，增速较去年同期提升1.21个百分点。

➤ 整体法 (182家):

19H1净利润增速31.22%，同比下滑1.37个百分点。

图5: 中位数法: 归母净利润增速下降1.51pct

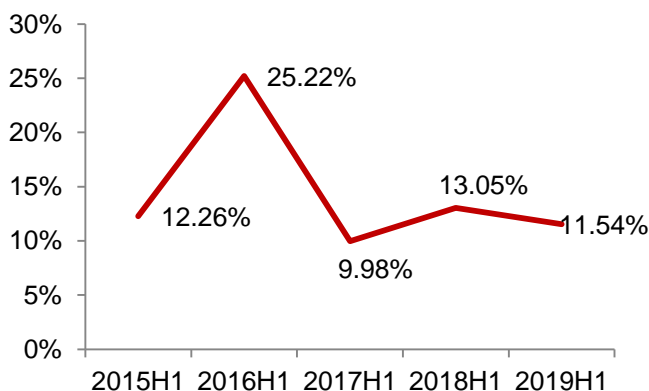
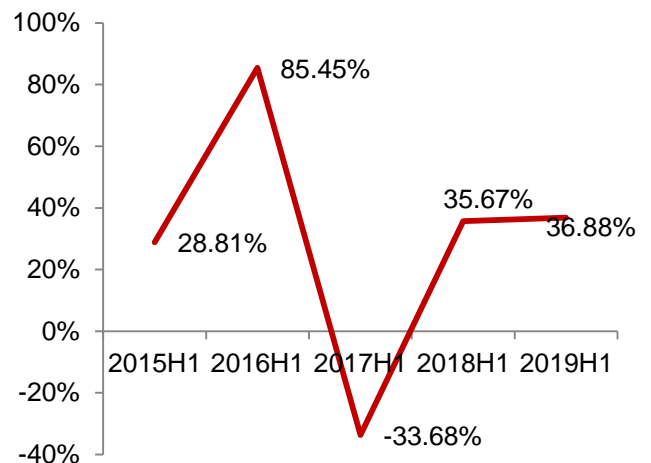


图6: 整体法 (132家): 归母净利润增速上升1.21pct



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图7：2019年中报归母净利润增速分布

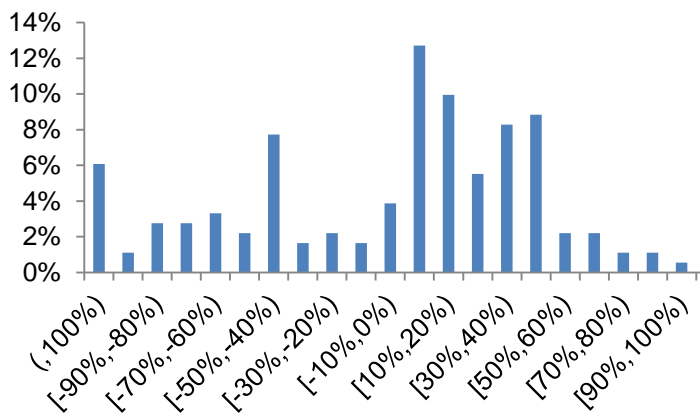
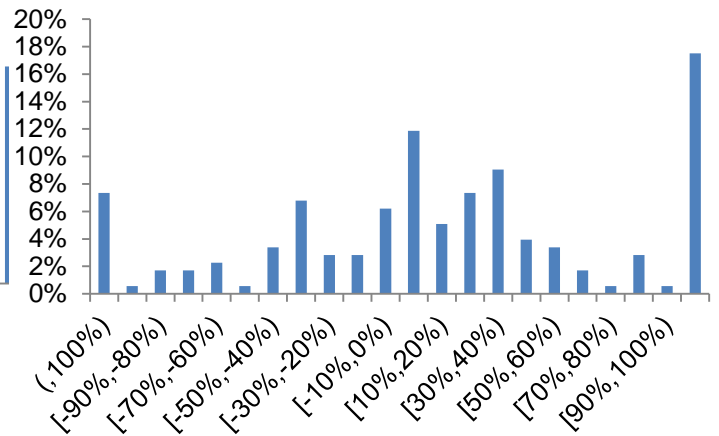


图8：2018年中报归母净利润增速分布



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

(3) 扣非归母净利润增速

➤ 中位数法：

扣非归母净利润增速中位数由去年同期的8.59%上升至当前的9.44%，增长0.85个百分点。扣非归母净利润增速超50%的公司数量占比，由18H1的24.29%，降至22.10%；扣非归母净利润实现增长的公司数量占比由去年同期的61.02%略微下滑至58.56%。

➤ 整体法（132家）：

2019年上半年行业扣非归母净利润规模为99亿元，同比增速为-3.94%，增速下滑56.07个百分点。

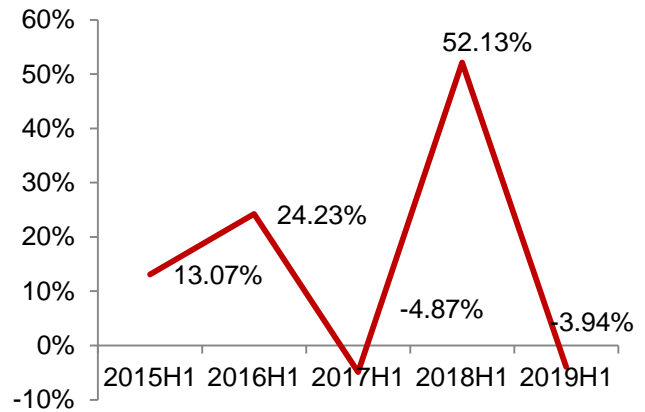
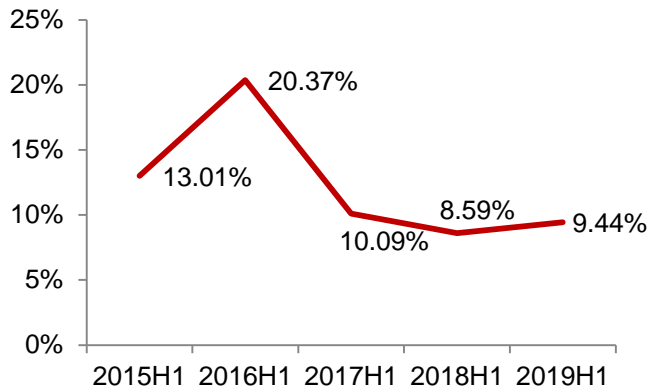
剔除17-19年有大额非经常性损益公司的影响（17年：广电运通、东华软件、紫光股份；18年：联络互动；19年：三六零、同方股份、网宿科技）。扣非归母净利润下滑6.25%，增速同比下滑44.65个百分点。

➤ 整体法（182家）：

19H1扣非归母净利润增速-6.16%，同比下滑51.28个百分点。

图9: 中位数法: 扣非归母净利润增速上升0.85pct

图10: 整体法(132家): 扣非归母净利润增速下滑56.07pct

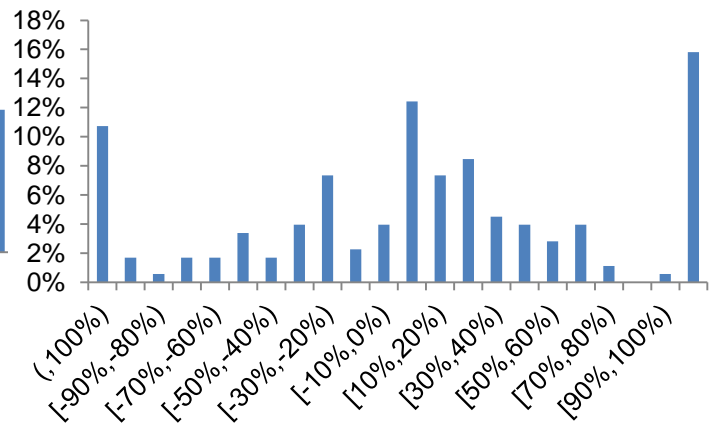
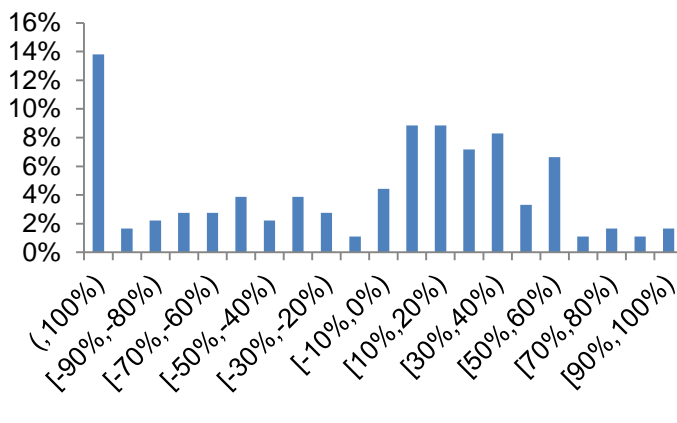


数据来源: wind、广发证券发展研究中心

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图11: 2019年中报扣非归母净利润增速分布

图12: 2018年中报扣非归母净利润增速分布



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

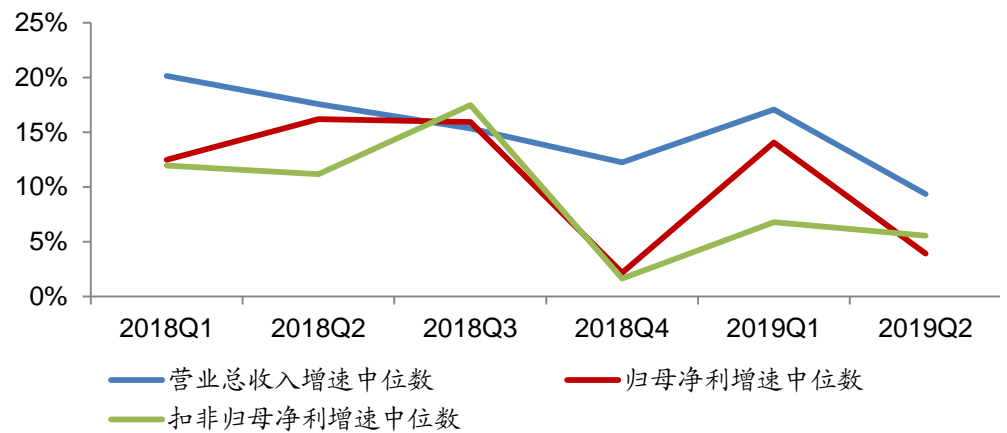
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

(4) 单季度变化

从单季数据来看(收购并表的确认时点对单季度业绩影响更大,整体法的意义有限,故采用中位数法),主要业绩指标增速均有所下降:

- 行业营业总收入增速中位数为9.37%,同比下滑8.19个百分点,环比下滑7.72个百分点;
- 归母净利润增速中位数3.94%,同比降低12.26个百分点,环比降低10.14个百分点;
- 扣非归母净利润增速中位数5.55%,同比下滑5.63个百分点,环比降低1.24个百分点。

图13: 单季度营业总收入增速、归母/扣非归母净利润增速变化(中位数法)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

总结:

从收入增速/归母净利润增速/扣非归母净利润增速三个指标来看,中位数法下,虽收入增速反映出行业存在一定经营压力,但归母净利润/扣非净利润相对稳定。整体法下,除归母净利润以外,其余两项指标增速下滑明显。整体而言,经营压力犹存,但利润端显示出一定韧性。行业业绩增速承压,受下游需求影响较大,典型如集成、银行IT硬件、服务器等领域。

中位数法与整体法统计结果呈现的差异。主要因行业内以集成、银行IT硬件为主要业务的公司受到政府开支或行业本身的生命周期影响,增长乏力,这些公司收入体量普遍较大,拖累整体收入增速。

单季度来看,主要业绩指标增速均有所下降,下半年的增长需重点关注下游需求的变化。

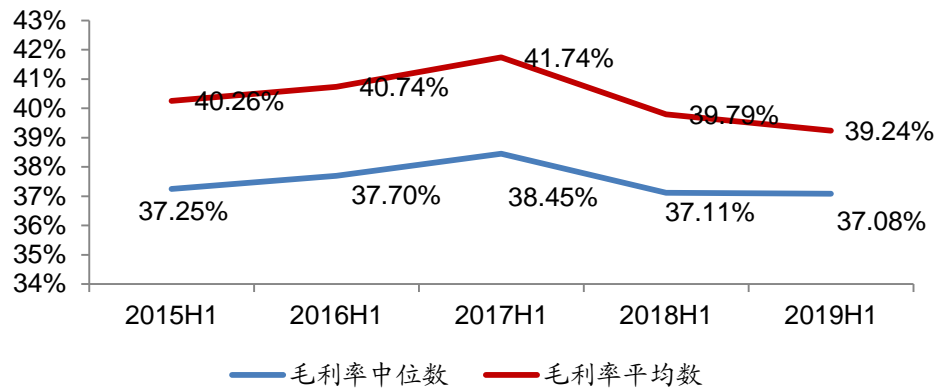
1.2 盈利能力

(1) 毛利率

行业毛利率中位数为37.08%,较去年同期下滑0.03个百分点,无明显变动。行业毛利率平均值从去年的39.79%下降到今年的39.24%。

整体而言毛利率较稳定。

图14: 行业毛利率变化

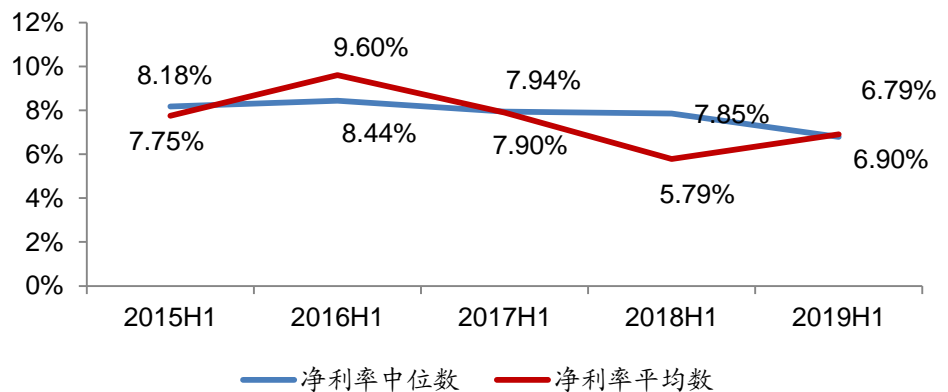


数据来源: wind、广发证券发展研究中心

(2) 净利润率

行业净利润率中位数为6.79%，较去年同期下滑1.06个百分点。平均值6.90%，比去年同期提升1.11个百分点。

图15: 行业净利率变化



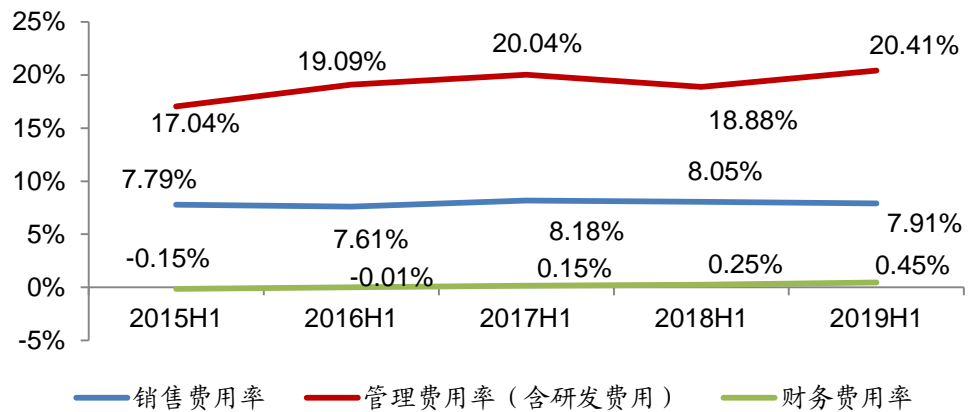
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

1.3 费用率

(1) 期间费用率

综合费用率上升1.60个百分点: 销售费用率中位数总体较去年同期降低0.14个百分点, 管理费用率(含研发费用)中位数上升1.53个百分点, 财务费用率中位数提升0.20个百分点。综合来看基本持平。

图16: 三项费用率 (中位数) 变化



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

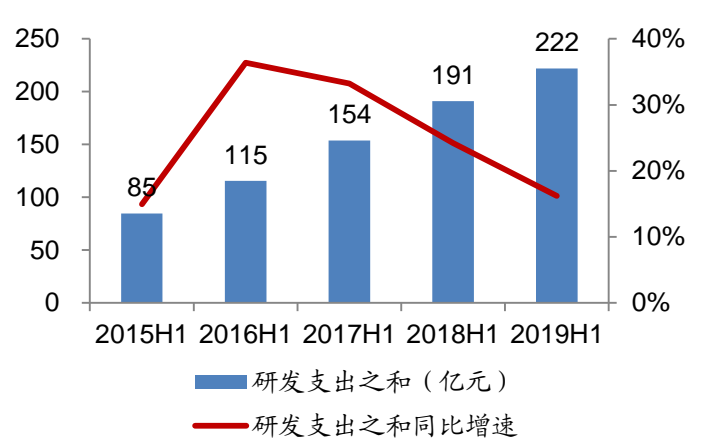
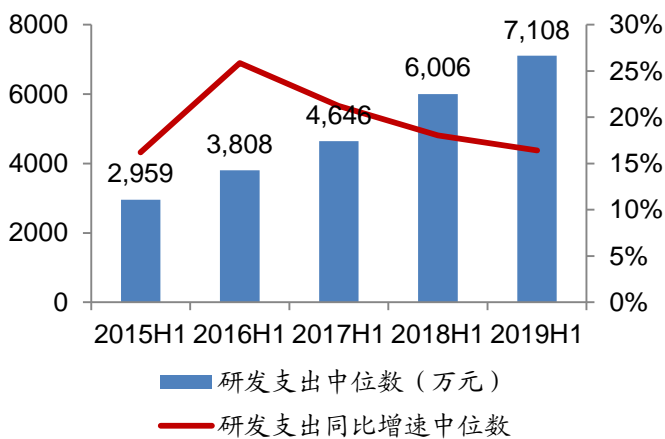
(2) 研发支出

1) 研发支出同比增速:

- **中位数法:** 行业研发支出中位数为7108万元。研发支出增速中位数为16.40%，同比下滑1.65个百分点，较当期收入增速中位数高4.30个百分点。
- **整体法:** 整体研发支出规模222亿元，同比增速为16.22%，同比下滑8.00个百分点，高于整体法下收入增速10.18个百分点。

图17: 中位数法: 研发支出增速下降1.65pct

图18: 整体法 (132): 研发支出增速下降8.00pct



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

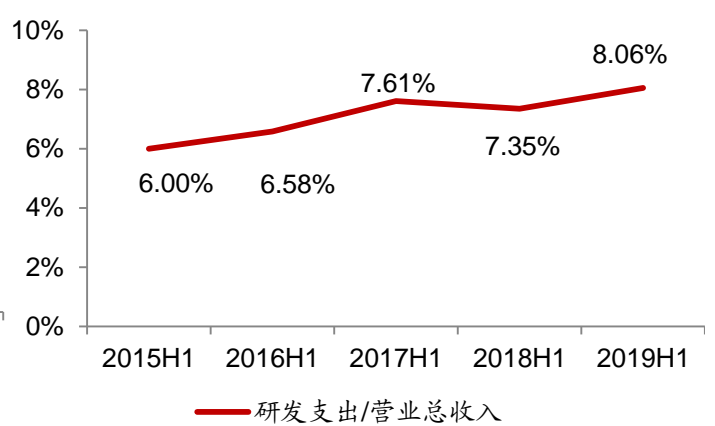
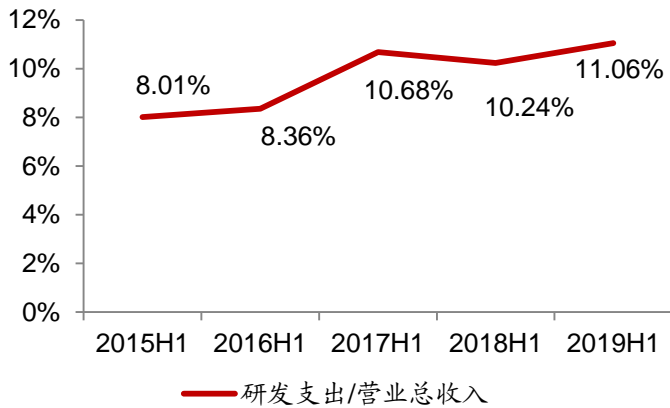
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

2) 研发支出占营业收入比重:

- **中位数法:** 研发支出占营业总收入为11.06%，较去年提升0.82个百分点，近5年呈现持续上升态势。
- **整体法:** 研发支出在营业总收入的比重为8.06%，同比上升0.71pct，近5年来研发支出比重稳定增长。

整体来看,研发支出增速高于收入增速,研发支出在收入中占比同比有所提升,持续加强的研发投入有利于提升行业的科技属性,为行业公司长期竞争力的提升提供良好的铺垫。

图19: 中位数法: 研发支出占总收入比重上升0.82pct 图20: 整体法(132): 研发支出占总收入比重上升0.71pct



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

2. 头部公司: 业绩增速好于行业, 呈现更好的抗周期性

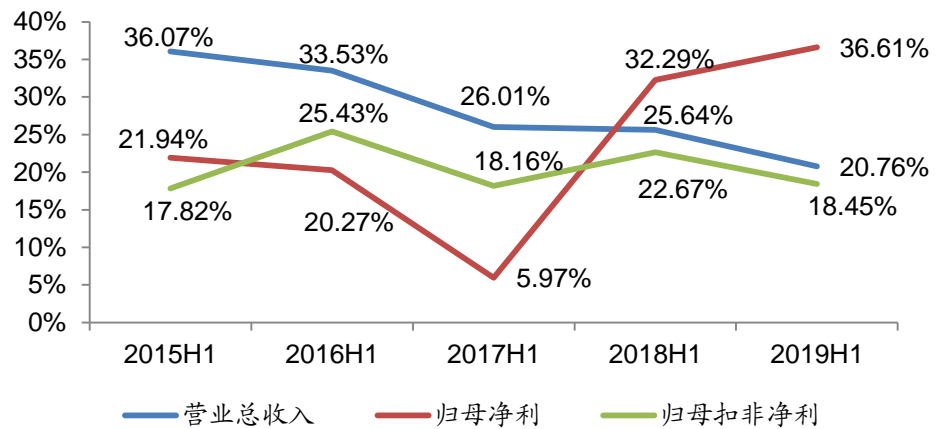
头部公司逆势表现优异。对19家头部公司采用中位数法进行分析,营业总收入、归母净利润、扣非归母净利润增速分别是20.76%、36.61%、18.45%,表现显著优于行业。且头部公司持续加大研发投入,研发支出同比增加2.03个百分点至15.35%。港股金蝶国际的云服务收入增速(54.9%)、客户续约率(90%)等各项指标也表现优异。头部公司相当部分拥有较强的创新能力,在传统业务上不断扩大领先差距、在新兴业务上的优势明显。

2.1 成长性

- 营业总收入中位数15.59亿元,同比增速中位数为20.76%,增速较去年同期下滑4.88个百分点。
- 归母净利润中位数为2.08亿元,同比增速中位数为36.61%,增速较去年同期增加4.32个百分点。
- 扣非归母净利润中位数为1.46亿元,同比增速中位数为18.45%,增速较去年同期下滑4.21个百分点。

头部公司业绩增速表现好于行业整体,但收入增速、扣非后归母净利润增速均有所下滑。

图21: 头部公司收入、归母净利及归母扣非净利增速



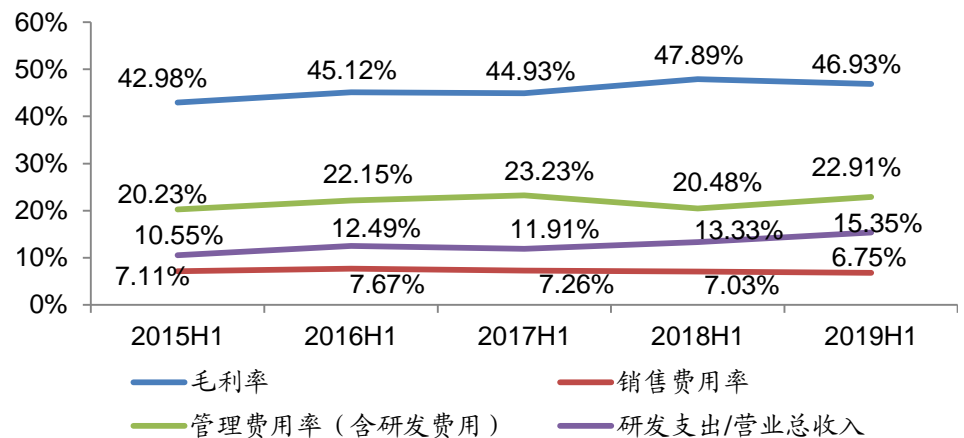
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

2.2 盈利能力及费用率

- 毛利率为46.93%，较去年同期下滑0.96个百分点。
- 销售费用率为6.75%，较去年同期无明显变化。
- 管理费用率（含研发费用）为22.91%，同比增长2.43%。
- 研发支出占营业总收入比重为15.35%，较去年同期增长2.02%。

头部公司的研发支出绝大多数都做了费用化处理。扣非后归母净利润增速低于收入增速主要系研发费用占比同比增加。

图22: 头部公司主要财务比率



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

二、预收账款增速回升，经营性现金流有所改善

1. 预收账款增速回升

- **中位数法 (184家)**: 预收账款中位数8200万元, 预收账款增速中位数15.45%, 较去年同期的9.67%上升5.78个百分点。
- **整体法 (132家)**: 预收账款整体规模为401亿元, 同比增速为12.43%, 增速提升4.05个百分点。

预收账款增速同比有所提升, 全年的成长性还需重点看下游需求的景气度。

图23: 中位数法: 预收账款增速上升5.78pct

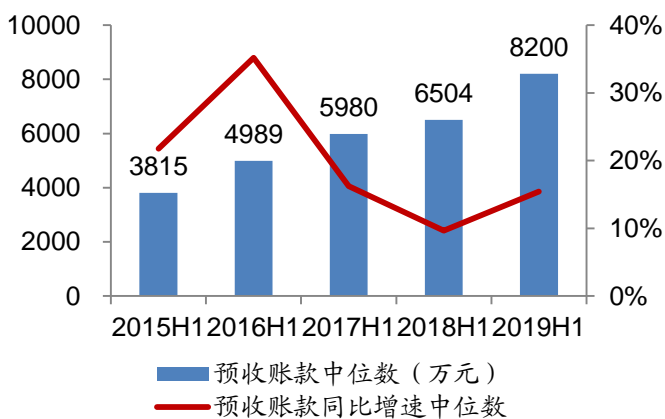
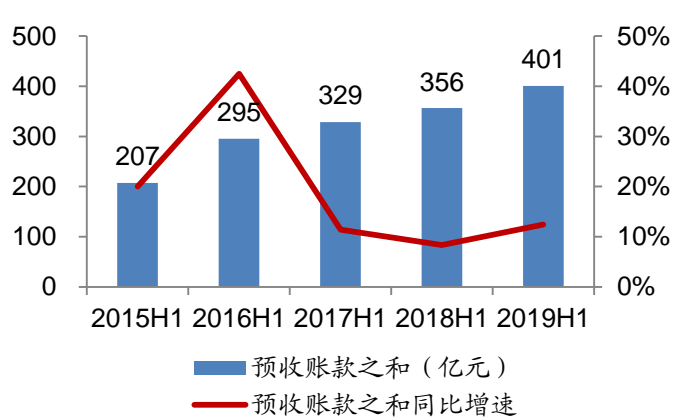


图24: 整体法 (132家): 预收账款增速提升4.05pct



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

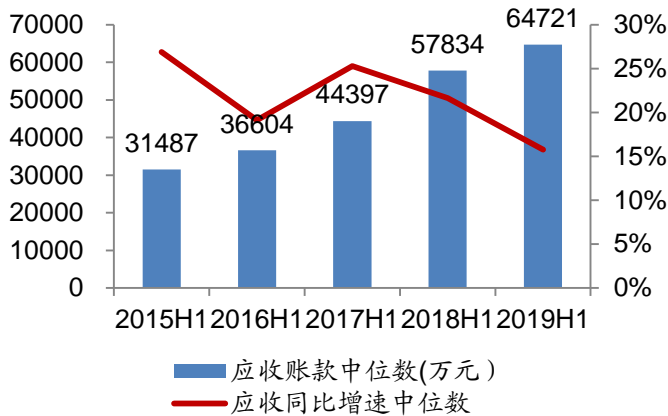
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

2. 应收账款增速同比收窄, 仍存在应收款项坏账计提风险

- **中位数法**: 应收账款的中位数为6.47亿元。应收账款同比增速的中位数为15.75%, 同比下滑5.89个百分点, 但比收入增速中位数高出3.65个百分点, 这一差值较去年同期有所收窄。
- **整体法**: 应收账款总规模为1714亿元, 同比增速为9.86%, 增速同比下降15.42个百分点, 比整体法下收入增速高3.82个百分点。

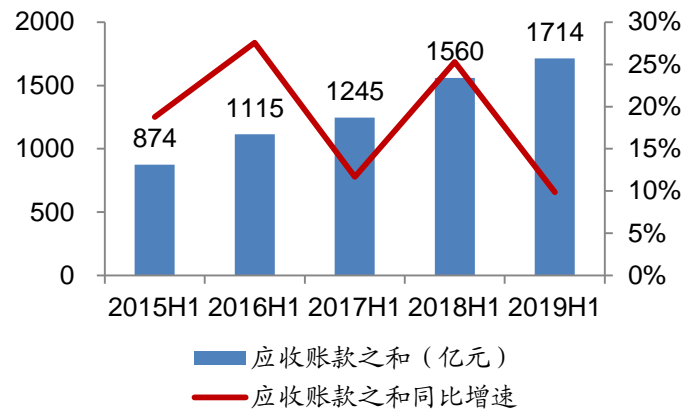
应收账款无显著改善迹象, 未来仍存在发生的应收账款坏账计提影响净利润的可能。

图25: 中位数法: 应收账款增速下降5.89pct



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图26: 整体法(132家): 应收账款增速下降15.42pct

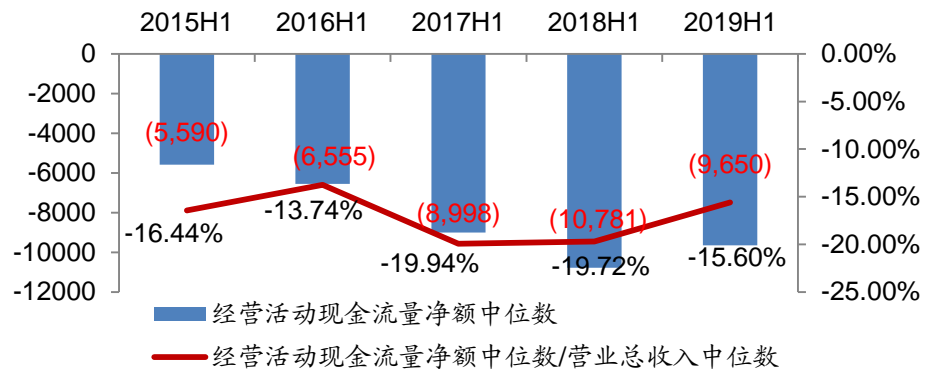


数据来源: wind、广发证券发展研究中心

3. 经营活动现金流量情况有所改善

经营活动现金流量净额中位数-9650万元, 较去年同期-10781万元有所上升; 经营活动现金流量净额中位数/营业总收入中位数为-15.60%, 较去年同期提升4.12个百分点。现金流情况有所改善, 未来融资需求或在一定程度上得到缓解, 财务费用支出或将下降。

图27: 经营活动现金流量净额变化



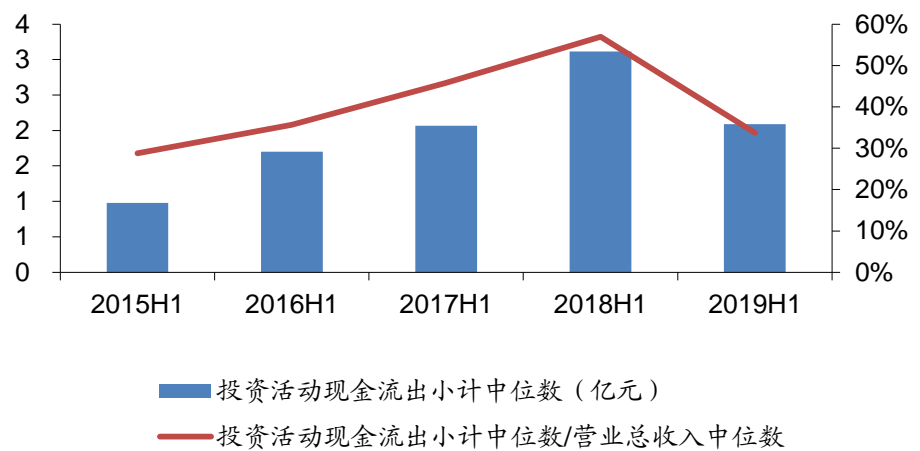
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

三、外延投资及商誉总规模增速放缓

1. 外延投资增速放缓，未来行业的成长性会更大程度依赖下游需求

投资活动现金流出上半年中位数为2.09亿元，同比下滑33%。投资活动现金流出中位数与营业总收入中位数的比值为34%，去年同期为57%，同比下滑23个百分点，15中到18年中投资活动现金流出一直呈增加态势，18年中至19年中的下滑或主要与投资放缓与宏观经济环境变化有关。随着外延投资趋势放缓，未来行业的成长性会更大程度依赖下游需求。

图28：投资活动现金流出变化



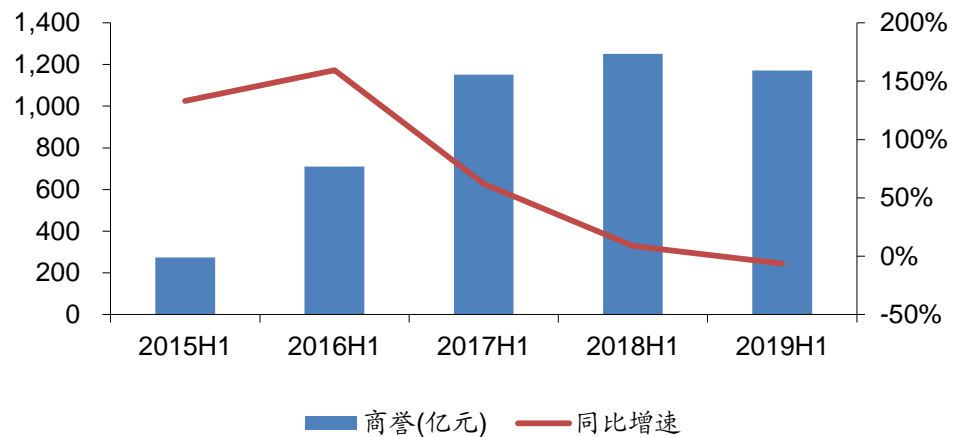
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

2. 商誉减值风险：行业商誉总规模增速放缓，龙头公司风险较小

2.1 商誉总规模增速放缓

整体法下，从132家计算机行业上市公司来看，截至2019年中报，商誉总值达到1171.80亿元，较上年同期减少6.4%（主要因18年报计提商誉减值）。较年初增长1.6%（18H1、17H1分别较年初增长4.2%、6.7%），商誉总规模增速放缓。

图29: 商誉总值增速下降 (2015H1~2019H1)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

2.2 行业整体商誉减值风险仍需关注

整体而言，行业商誉整体规模较大，若出现减值，将对个股、行业业绩产生较为重大影响：

1) 2018年商誉总额与加回商誉减值的归母净利润总额的比值为326%。若出现减值，可能对行业净利润产生较为重大影响。

2) 2018年商誉总额与净资产、总资产的比值分别为23%、12%。

图30: 行业商誉/加回商誉减值的归母净利润

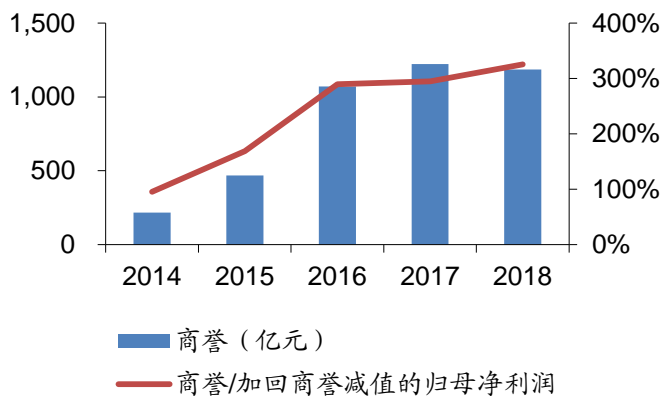
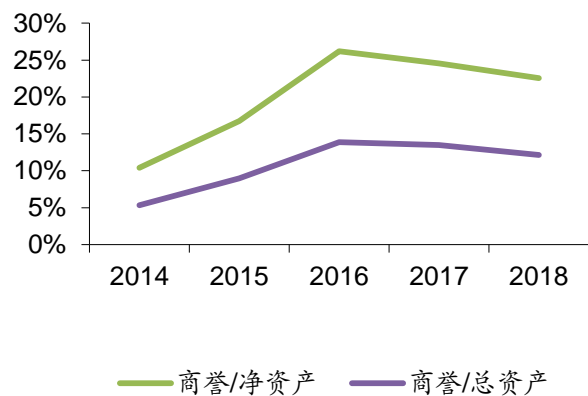


图31: 行业商誉与净资产、总资产比值



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

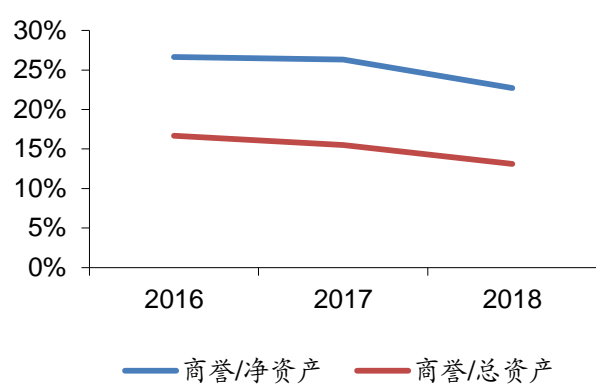
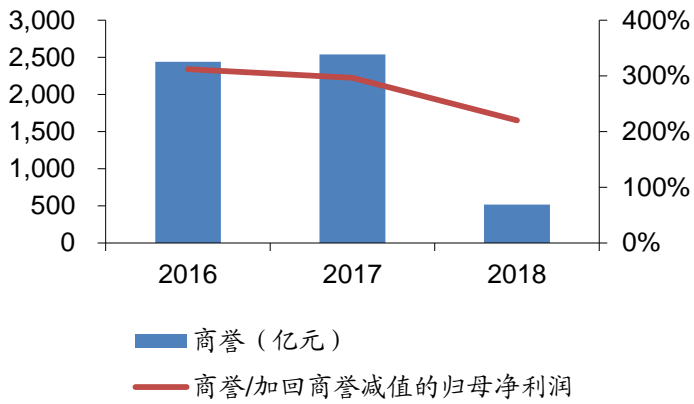
2.3 头部公司商誉减值对利润的潜在影响程度低于行业水平

19家头部公司（恒生电子，石基信息，用友网络，四维图新，广联达，浪潮信息，深信服，启明星辰，中科创达，卫宁健康，紫光股份，亿联网络，光环新网，宝信软件，新大陆，新国都，汉得信息，网宿科技，科大讯飞）2018年商誉与加回商誉减值后的归母净利润、净资产、总资产的比值分别为220%、23%、13%，第一项大幅低于行业均值，二、三项与行业整体水平相当。头部公司具有更好的盈利表现，

使得商誉与利润的比值大幅低于行业平均水平，头部公司商誉减值对利润的潜在影响程度低于行业水平。

图32: 头部公司商誉/加回商誉减值的归母净利润

图33: 头部公司商誉与净资产、总资产比值



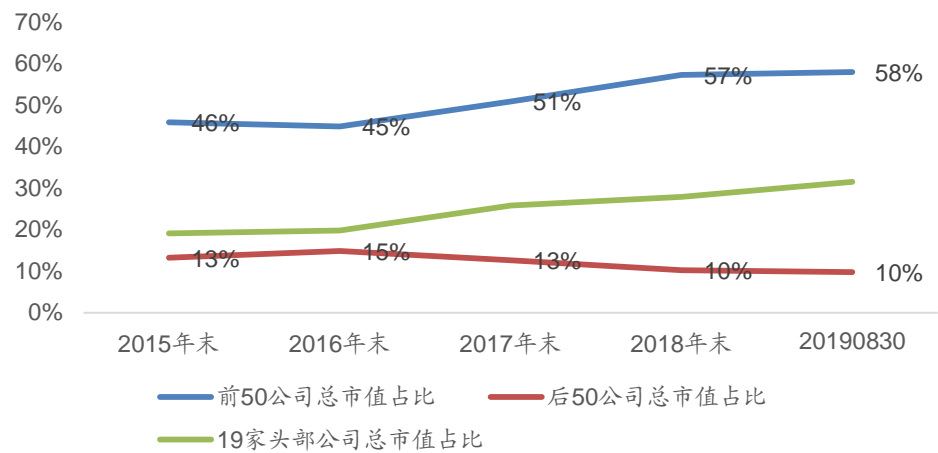
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

四、市场逐渐向头部公司聚焦

市场越发偏好大公司，尤其是细分领域优质头部公司。我们分析了2019年中报收入规模前50、后50、19家头部公司的市值占比变化趋势，从15年12月31日至19年8月30日，收入规模前50公司市值占比从46%提升至58%，占比增长27%；收入规模后50公司市值占比从13%降至10%，占比下滑26%；**19家头部公司市值占比从19%提升至32%，占比提升65%**。从15年至今，市场逐渐聚焦大公司，尤其是细分领域的优质头部公司。头部公司的溢价本质在于其传统业务继续领先，高估值新兴业务如云服务、智能车载和互联网医疗更是行业较少脱颖而出的典型。

图34：市值占比对比

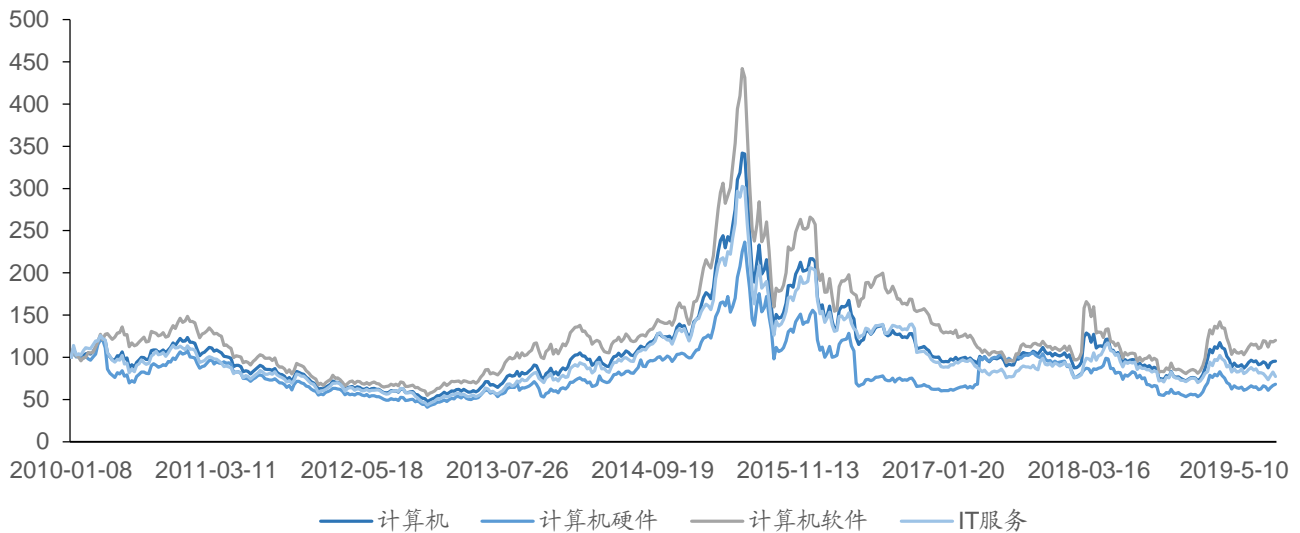


数据来源：wind、广发证券发展研究中心

五、行业估值水平

截至2019年8月30日收盘,计算机行业市盈率(中信分类-TTM整体法-剔除负值)为47倍,处于三年多相对较低水平。

图35: 行业PE变化(市盈率历史TTM整体法,单位:倍)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

总体观点: 计算机行业部分细分领域需求确定性较强、新业务落地渗透率快速提升、抗周期性较强,典型如医疗信息化/互联网医疗、企业云服务、智能车载等领域。信息安全受益于政策推动下游需求改善明显。每一波产业新周期,机会大概率属于行业领先公司,部分龙头公司已历经检验,将引领计算机行业加速发展,带动计算机行情。

六、风险提示

- 分化加剧对行业指数的影响;
- 下游景气度和需求不确定性的影响,典型如受财政预算强约束或周期性较强支出态势不明朗的下游领域;
- 外部环境与市场风险偏好的不确定性。

广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰：首席分析师，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理工作。2010年7月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作，2014年1月加入广发证券发展研究中心。
- 王奇珏：资深分析师，上海财经大学信息管理学士，上海财经大学资产评估硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 郑楠：资深分析师，北京邮电大学计算机专业学士，法国巴黎国立高等电信大学移动通信硕士，2010年起就职于外资企业软件公司从事研发、咨询顾问等工作，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 庞倩倩：资深分析师，华南理工大学管理学硕士，曾就职于华创证券，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 钱砾：研究助理，东南大学信息工程学士、生物医学工程医学电子影像方向硕士，先后在电子信息行业和医疗影像设备行业工作超过6年，2017年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。