



强于大市

计算机行业 2019 年半年报

综述

成长底色未失，利润与现金流添彩

中位数法计算，2019H1 营收、扣非净利润及经营现金流分别增长 13.8%、11.6%和 12.6%，符合预期，成长性较好。龙头和优选公司净利润增速好于收入，表明业务质量改善。整体上行业收入增速受经济压力表现有放缓迹象，但细分板块活力充沛，看好金融科技、云、医疗 IT、信息安全等子板块。

支撑评级的要点

- 扣非增长 11.6%符合预期，现金流表现优异。按照中位数法计算，2019H1 三指标（营收/净利润/经营性现金流）均实现较好增长，分别同比增长 13.8%/11.3%/12.6%，成长表现符合预期。行业整体保持增长，多角度显示现金流状况改善较为突出；中位数扣非增速明显优于整体法增速表明高增速个股的数量占优，权重大公司增速表现或相对较弱。
- 龙头公司有待改进，优选公司仍然表现领先。50 家龙头公司营收同比增长 5.9%，落后行业 2.6pct；归母净利润同比增长 43.3%，远超行业整体 13.7pct，经营性现金流同比增长 17.0%，与行业基本持平。从收入角度看，龙头公司的增长缺少看点，原因或许为经济下行压力下基数较大导致增速下调档位。优选公司整体法口径表现尚可（其中收入增长好于龙头公司、净利润表现好于行业），而按中位数法口径看收入和净利润均领先行业，现金流也有较大改善。我们认为，不能忽略后续的增长压力，但应积极看待业务质量改善和费用控制下实现的净利润较好增长能力；中位数收入增长较高也意味着存在精选细分赛道和个股的机会。
- 8 大板块全面增长，增速分化五五开。2019H1 年 8 个子板块净利润均实现正增长，但增速分化并呈现五五开态势。其中金融科技、云软件、云硬件、医疗 IT 增速提升。金融科技现金流大幅改善，H2 有望继续向上；云软件企业持续转型效果显著；云硬件三指标全面正向增长，下半年基础设施厂商 CAPEX 有望在加速回暖；医疗 IT 行业景气度继续，互联网医疗政策利好创新业务；信息安全业绩翻倍，自主可控政策催化明显；人工智能尚需储备埋头推进，期待进入收获期；智能安防增长仍然承压，但现金流改善；工业互联网随着体量增加营收增速回落。

重点推荐

- 行业整体增长平稳，净利润和现金流改善显著，但也应密切关注收入增长压力下的新突破。增速较高的细分领域全年业绩高增长确定性较强，建议在三、四季度重点配置。推荐金融科技、医疗 IT、云计算、信息安全等板块。个股方面，重点推荐金融科技的恒生电子，医疗 IT 领域的卫宁健康、创业慧康，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，信息安全领域的启明星辰、深信服。

评级面临的主要风险

- 新技术市场不及预期；下游需求回暖不及预期；外部摩擦加剧。

公司名称	股票代码	股价 (人民币)	评级
恒生电子	600570.SH	79.18	买入
卫宁健康	300253.SZ	15.5	买入
创业慧康	300451.SZ	17.02	买入
广联达	002410.SZ	37.39	买入
用友网络	600588.SH	34.09	买入
超图软件	300036.SZ	17.69	买入
浪潮信息	000977.SZ	26.72	买入
紫光股份	000938.SZ	35.09	买入
启明星辰	002439.SZ	31.92	买入
深信服	300454.SZ	110.5	增持

资料来源：万得，中银国际证券
以 2019 年 9 月 3 日当地货币收市价为标准

相关研究报告

《2019 世界人工智能大会点评》20190903
《计算机行业周报(8.5-8.11)》20190811

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

010-66229041

yeliang.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519080001



目录

板块业绩表现较好，龙头公司依然领跑.....	4
扣非增长 11.6%符合预期，现金流表现优异.....	4
龙头公司有待改进，优选公司仍然表现领先.....	5
重点关注金融科技、云、医疗 IT 和信息安全.....	8
8 大板块全面增长，增速分化五五开.....	8
金融科技：现金流大幅改善，H2 有望继续向上.....	9
云软件：业绩增速达 44%，持续转型效果显著.....	9
云硬件：三指标全面正向增长，云厂商开支有望在 H2 加速.....	10
医疗 IT：行业景气度维持，互联网医疗政策利好创新业务.....	11
信息安全：业绩翻倍，自主可控政策催化明显.....	13
人工智能：尚处于培育期，静候收获期拐点.....	14
智能安防：增长仍然存压，但现金流有改善.....	15
工业互联网：随着体量增加营收增速回落.....	15
投资建议.....	17
风险提示.....	18



图表目录

图表 1. 19H1 营收、净利润及经营性现金流均变化（整体法）	4
图表 2. 19Q2 营收、净利润及经营性现金流变化（整体法）	5
图表 3. 19H1 及 Q2 营收、净利润及经营性现金流变化（中位数法）	5
图表 4. 龙头公司净利润整体表现优异	6
图表 5. 重点关注的 35 家公司 2019H1 增速变化	6
图表 6. 主要计算机上市公司子板块划分	8
图表 7. 八大细分板块 2018H1-2019H1 归母净利润增速变化	8
图表 8. 金融科技 2018H1-2019H1 营收、净利润、经营现金流增速变化	9
图表 9. 云软件 2018H1-2019H1 营收、净利润、经营现金流增速变化	10
图表 10. 云硬件 2018H1-2019H1 营收、净利润、经营现金流增速变化	10
图表 11. 2019 年 IDC 亚太地区公有云支出统计	11
图表 12. 医疗信息化 2018H1-2019H1 营收、净利润、经营现金流增速变化	12
图表 13. 纳里健康（卫宁健康旗子公司）的互联网医院解决方案	13
图表 14. 信息安全 2018H1-2019H1 年营收、净利润、经营现金流增速变化	13
图表 15. 2018-2023 年中国 IT 安全支出规模预测（单位：百万美元）	14
图表 16. 人工智能 2018H1-2019H1 年营收、净利润、经营现金流增速变化	15
图表 17. 智能安防 2018H1-2019H1 年营收、净利润、经营现金流增速变化	15
图表 18. 工业互联网 2018H1-2019H1 年营收、净利润、经营现金流增速变化	16
图表 19. 2019 年跨行业跨领域工业互联网平台清单	16
附录图表 20. 推荐的重点公司估值表	19

板块业绩表现较好，龙头公司依然领跑

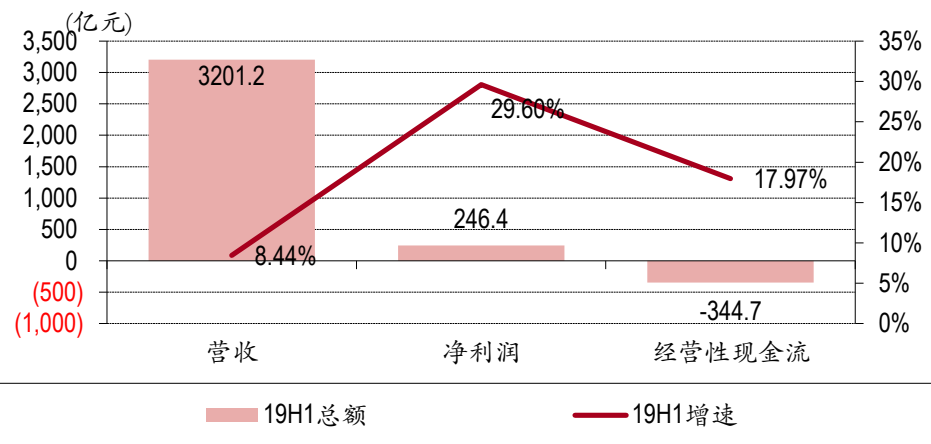
扣非增长 11.6%符合预期，现金流表现优异

按照 SW 计算机板块划分并相应调整（加上海康威视、大华股份，剔除纳思达、唐源电气、柏楚电子）的 210 家公司进行统计。

- 以整体法口径，行业 2019H1 营收总额为 3,201 亿 (+8.4%)，归母净利润总额为 246 亿 (+29.6%)，经营性现金流总额为 -345 亿 (+18.0%)。净利润同比显著提升近三成的部分原因是上半年二级市场行情较好，部分公司存在较高的交易性金融资产公允价值变动及投资收益被计入，因此我们进一步关注扣非后归母净利润。剔除 18H1 扣非数据缺失的虹软科技、每日互动、迪普科技、智莱科技、拉卡拉等新股后，得到行业扣非净利润总额为 149.3 亿，与 2018H1 的 148.6 亿基本持平，微增 0.4%。
- 按照中位数法计算，行业收入 YoY 为 13.8%，较 18H1 的 15.4% 减少 2.5pct；归母净利润 YoY 为 11.3%，同比减少 1.1pct；扣非净利润为 11.6%，同比显著提升 2.9pct；经营性现金流 YoY 中位数是 12.6%，同比大幅增加 33.9pct。

以上数据表明，行业整体保持增长，多角度显示经营性现金流状况改善较为明显；中位数扣非增速明显优于整体法增速，表明高增速个股的数量占优，但权重较大公司增速相对较弱。

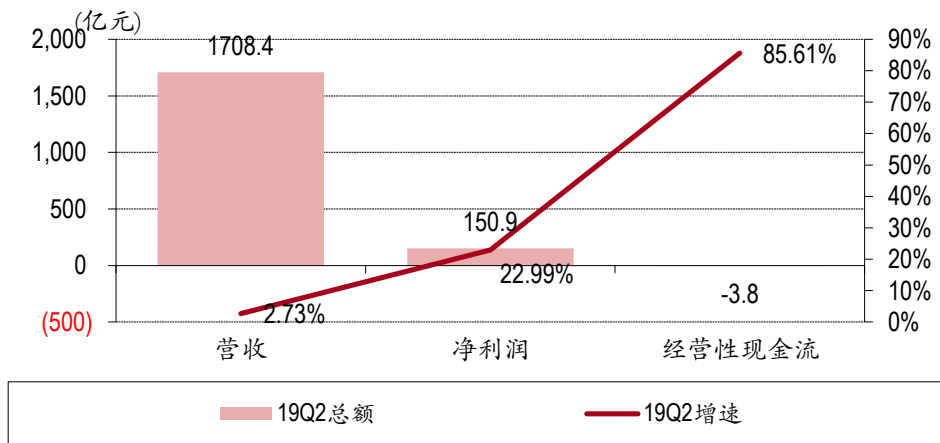
图表 1. 19H1 营收、净利润及经营性现金流均变化（整体法）



资料来源：万得，中银国际证券

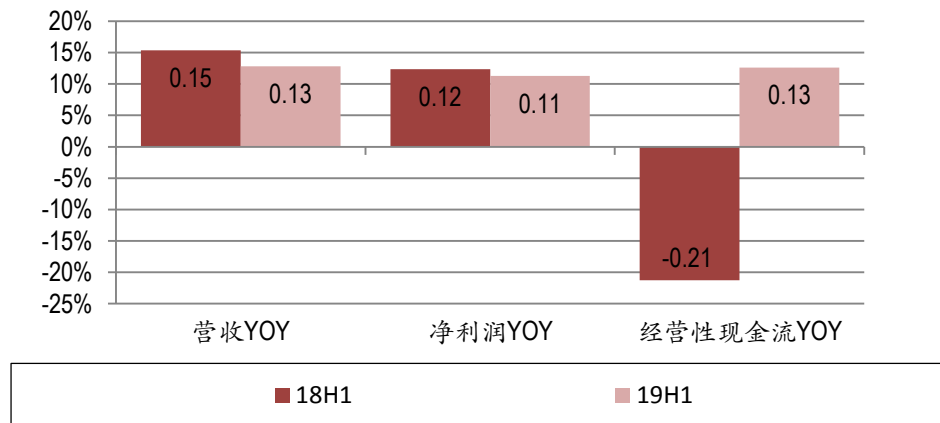
观察 Q2 单季：19Q2 营收总额为 1,708 亿 (+2.7%)，归母净利润总额为 151 亿 (+23.0%)，经营性现金流总额为 -4 亿 (+85.6%)。Q2 单季较 Q1 现金流 (-341 亿) 进一步显著改善，但是收入和净利润增速有所放缓。其中，净利润结果或与 Q2 二级市场较 Q1 有所回落有关，而收入结果预计与两个因素有关：（1）行业季节性导致 Q1 收入确认单季，波动性高；（2）下游低景气度持续向计算机企业传导。

图表 2. 19Q2 营收、净利润及经营性现金流变化（整体法）



资料来源：万得，中银国际证券

图表 3. 19H1 及 Q2 营收、净利润及经营性现金流变化（中位数法）



资料来源：万得，中银国际证券

综合可知，19H1 计算机板块在成长性方面差强人意，但在经营质量方面得到大幅改善。预计一方面与企业对经营性现金流重视程度提升、加强回款管理有关；另一方面是企业减少盲目扩张，对客户进行主动筛选的结果。

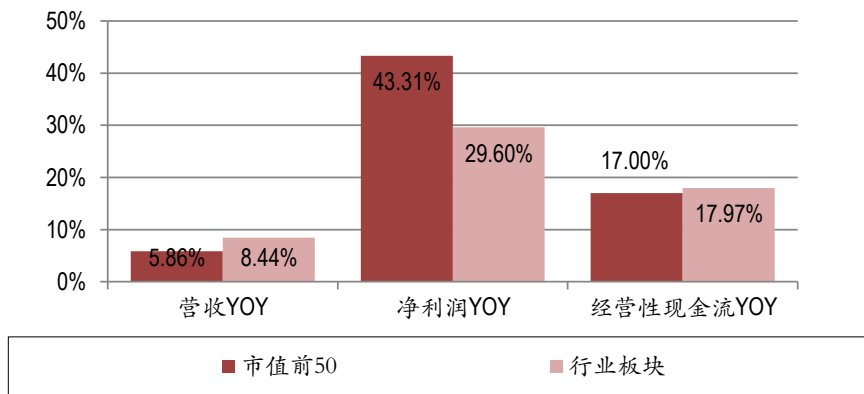
龙头公司有待改进，优选公司仍然表现领先

市值前 50 公司收入增速放缓。截止到 9 月 2 日，在行业板块内市值前 50 的公司占到行业板块总市值的 69%，可以看作行业龙头企业。50 家公司 2019H1 营收总额为 1,809 亿，同比增长 5.9%，增速落后于行业（整体法，下同）2.6pct，与前文分析一致。归母净利润为 192 亿，同比增长 43.3%，远超行业 13.7pct，其中扣非净利润同增 7.7%也高于行业 7.3pct。经营性现金流为-184 亿，同比增长 17.0%，与行业基本持平（略低 1.0pct）。从收入角度看，龙头公司的增长缺少看点，原因或许为经济下行压力下基数较大导致增速下调档位。

遵循我们以往口径，选择 35 只股票视为优质标的，其业绩增速表现如图表 5 所示。整体法计算 35 家公司营收增长 7.7%、归母净利润增长 36.5%、经营性现金流总额同比增长 7.0%。按中位数法观察，收入增速 19.1%、净利润增速 25.6%、经营性现金流增速 9.3%。

可见，优选公司整体法口径表现尚可（其中收入增长好于龙头公司、净利润表现好于行业），而按中位数法口径看收入和净利润均领先行业，现金流也有较大改善。

图表 4. 龙头公司净利润整体表现优异



资料来源：万得，中银国际证券

图表 5. 重点关注的 35 家公司 2019H1 增速变化

证券代码	公司	2018H1 营收(%)	2019H1 营收(%)	2018H1 净利润(%)	2019H1 净利润(%)	2018H1 经营现金流(%)	2019H1 经营现金流(%)
002415.SZ	海康威视	26.92	14.60	26.00	1.67	16.55	73.41
601360.SH	三六零	13.95	(1.67)	8.95	163.66	47.27	(43.77)
600588.SH	用友网络	37.10	10.22	293.91	290.10	93.70	(787.08)
002230.SZ	科大讯飞	52.68	31.72	21.74	45.06	(12.57)	9.26
000938.SZ	紫光股份	33.00	1.92	(8.56)	15.51	177.53	(1,596.00)
600570.SH	恒生电子	25.98	11.97	31.37	125.85	(44.73)	(19.40)
002236.SZ	大华股份	31.47	10.11	10.06	14.51	(18.99)	20.60
300454.SZ	深信服	30.40	32.27	12.90	(46.46)	(148.68)	57.30
600271.SH	航天信息	15.07	(23.52)	(34.99)	80.25	(3,574.29)	9.14
002410.SZ	广联达	17.15	27.76	3.55	(39.13)	(258.35)	44.08
002153.SZ	石基信息	2.91	20.76	11.82	2.12	274.28	51.22
000977.SZ	浪潮信息	110.49	12.46	36.22	39.47	(450.82)	58.31
603019.SH	中科曙光	57.69	35.28	115.90	39.14	60.75	624.20
600845.SH	宝信软件	18.00	11.86	44.50	37.28	(50.96)	49.10
002405.SZ	四维图新	18.77	9.43	34.54	(47.56)	948.03	(116.93)
002439.SZ	启明星辰	7.36	19.13	14898.72	(40.97)	(69.04)	52.56
002373.SZ	千方科技	49.94	24.74	53.02	30.46	(676.77)	82.33
300253.SZ	卫宁健康	30.11	22.44	33.22	36.61	(24.05)	25.49
300271.SZ	华宇软件	17.52	37.86	37.50	6.05	(48.96)	(32.80)
300188.SZ	美亚柏科	30.17	21.03	22.25	(96.59)	(135.95)	(23.18)
300496.SZ	中科创达	23.61	27.15	5.64	44.46	99.90	(137.40)
300369.SZ	绿盟科技	15.05	25.15	(30.79)	45.13	(5.23)	15.42
300168.SZ	万达信息	15.89	13.21	101.63	(51.43)	4.50	(86.78)
300166.SZ	东方国信	5.78	11.70	2.48	(18.55)	(61.74)	37.43
300451.SZ	创业慧康	6.30	16.52	87.12	104.59	(12.51)	(12.50)
002912.SZ	中新赛克	61.37	26.12	73.11	6.84	(111.33)	92.22
300170.SZ	汉得信息	37.50	22.15	20.01	8.51	(15.52)	(51.95)
603039.SH	泛微网络	41.66	25.96	29.81	35.70	72.94	(28.55)
300523.SZ	辰安科技	96.74	5.41	941.51	(229.87)	97.52	(6,538.53)
002376.SZ	新北洋	45.72	(15.07)	30.11	(10.68)	(100.35)	5,308.13
300036.SZ	超图软件	37.21	15.63	51.78	3.42	(69.61)	(26.19)
300348.SZ	长亮科技	21.29	19.90	(59.18)	12.41	(33.49)	8.65
300365.SZ	恒华科技	59.03	(5.01)	52.30	25.60	14.15	(163.89)
002777.SZ	久远银海	23.01	15.14	24.29	42.50	(61.79)	(83.94)
300559.SZ	佳发教育	109.98	78.33	109.62	94.23	(167.10)	646.24

资料来源：万得，中银国际证券



综合行业、龙头和优选三个口径，仅行业中位数法下收入增长较好，且扣非净利润增长基本保持一致，但其他口径下 H1 收入增速整体较弱，且 Q2 较 Q1 有所放缓。龙头和优选企业都存在净利润/扣非净利润增速高于收入增速的情况，表明头部企业盈利水平有所提升。

我们认为，不能忽略后续的增长压力，但应积极看待业务质量改善和费用控制下实现的净利润较好增长能力。中位数收入增长较高也意味着存在精选细分赛道和个股的机会。

重点关注金融科技、云、医疗 IT 和信息安全

8 大板块全面增长，增速分化五五开

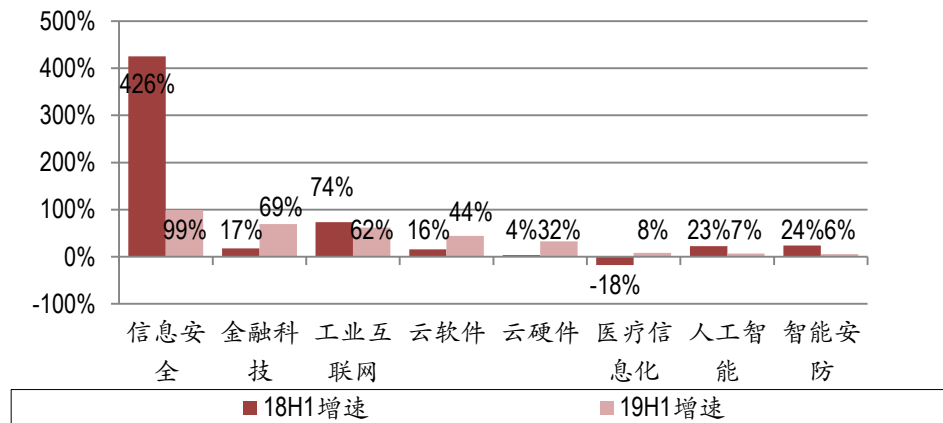
按照上述结论，我们继续分析细分板块表现。将市场关注度较高、所属概念较纯的标的分为工业互联网、金融科技、人工智能、信息安全、医疗信息化、云计算软件、云计算硬件、智慧安防等 8 个子板块（见图表 6）。

图表 6. 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、汉得信息、今天国际、用友网络、宝信软件、赛意信息、能科股份
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、先进数通、金财互联、新开普、航天信息
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、虹软科技
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、北信源、任子行、蓝盾股份、卫士通、中孚信息、天源迪科、南洋股、迪普科技、三二零、太极股份
医疗信息化	卫宁健康、东华软件、思创医惠、万达信息、创业慧康、和仁科技、麦迪科技、东软集团、久远银海
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、浩云科技

资料来源：万得，中银国际证券

图表 7. 八大细分板块 2018H1-2019H1 归母净利润增速变化



资料来源：万得，中银国际证券

8 大板块齐增长。按照整体法，8 个子板块 2019H1 年净利润业绩均保持正向增长（其中医疗信息化实现增速转正），分别是信息安全（+99%）、金融科技（+69%）、工业互联网（+62%）、云软件（44%）、云硬件（+32%）、医疗信息化（+8%）、人工智能（+7%）和智能安防（+6%）。

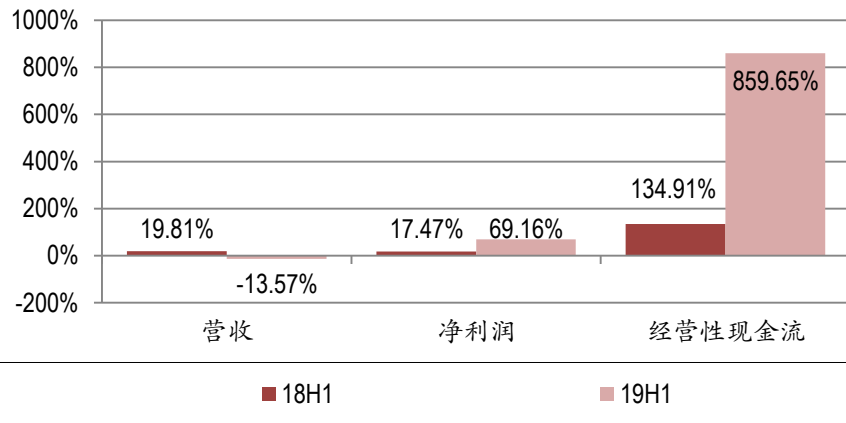
增速分化五五开。和 18H1 同期增速比较，金融科技、云硬件、云软件和工业互联网板块持续好转，增速分别提升 52、29、28 和 26pct，值得持续关注。数值有所下滑的是信息安全（主要是因为 2017H1 板块净利润仅为 4.3 亿，基数较小导致的 2018H1 增幅较大波动）、智能安防、人工智能和工业互联网。

下面我们重点观察金融科技、云软件、云硬件、医疗信息化和信息安全五大板块。

金融科技：现金流大幅改善，H2 有望继续向上

金融科技板块业绩和经营现金流表现均不俗。2019H1 金融科技板块实现近 70% 的业绩增速，表现突出。并且经营性现金流高达 66 亿，同比增长近 860%，若剔除东方财富（19H1 经营性现金流高达 96 亿）影响，19H1 经营现金流增速为-34%，相较 2018H1 的-55%增速有所改善。业绩增长主要因为下游行业回暖，银行券商等客户持续稳定盈利，并且现金流回款将得到较好的保障。

图表 8. 金融科技 2018H1-2019H1 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

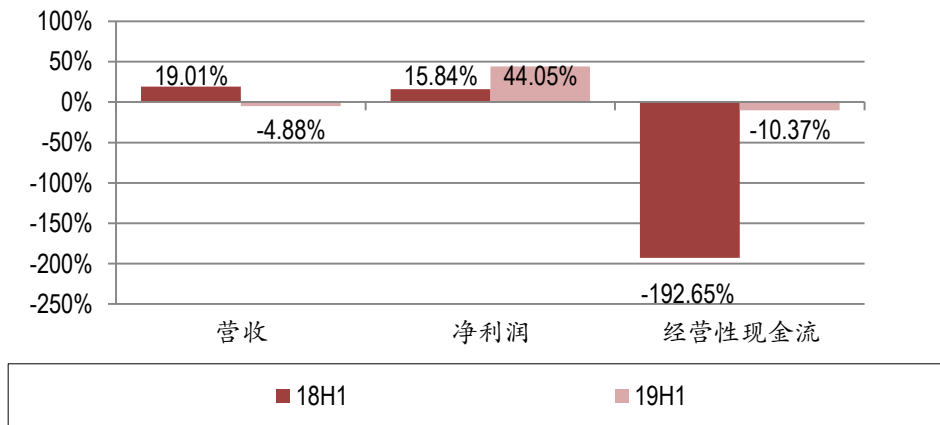
政策端迎来利好，看好 H2 的行业边际改善。持续看好金融科技板块在未来的中期表现，从政策端看，8 月份央行印发《金融科技（FinTech）发展规划（2019-2021 年）》，在战略部署，强化应用、拓宽渠道等方面做出规划，预示后面支持细则将会更加明细。从下游客户看，公募基金、资管公司特别是银行理财子公司的成立，增量客户趋多，并且部分商业银行特别是较多的城商行融资上市，资本开支将会增加，共同促进下游行业边际改善。

云软件：业绩增速达 44%，持续转型效果显著

云软件板块营收小幅下滑，但净利润和经营性现金流改善均明显，体现云转型效果较好。19H1 云软件板块营收增速近-5%，呈现小幅下滑态势，但净利润和现金流增速表现均较好，其中净利润 YOY 为 44%，经营性现金流增速为-10%，相较去年同期明显改善 182pct。在软件公司向云转型的过程中，由于套装软件售卖增速下滑影响会快于云转型的正面影响，因此呈现营收下滑为正常现象。同期净利润和经营性现金流表现较好，证明部分公司转型效果显著。

以建筑工程造价及施工领域的龙头广联达为例，公司 2019H1 实现营收 13.8 亿，同增 28.7%；净利润 8,954 万，同降 39.1%；扣非净利润 6,131 万，同降 53.7%。还原云预收后营收利润快速增长且收入端超预期，施工业务潜力兑现。云转型顺利，施工业务投入大但前景逐渐明朗，公司上半年新签云合同 6.3 亿（+151%），转化率 72%（已转型）和 31%（新转型计价）、45%（新转型算量），续费率达 80%（已转型），指标健康且新地区转化率略超预期。

图表 9. 云软件 2018H1-2019H1 营收、净利润、经营现金流增速变化

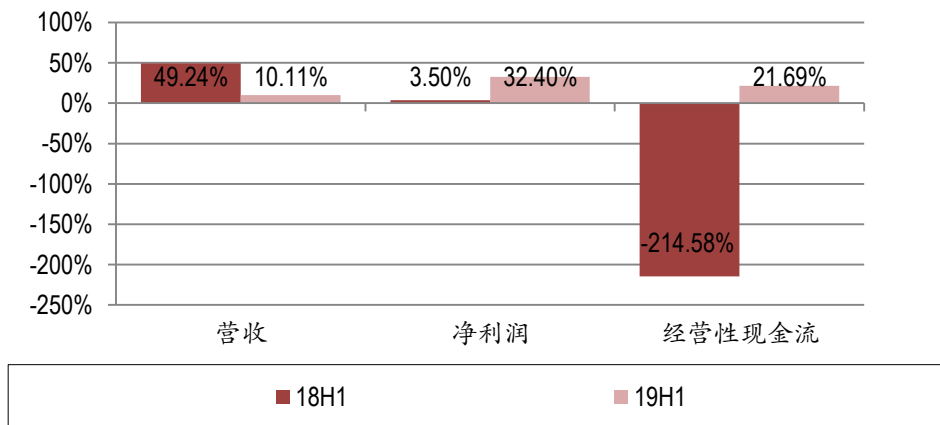


资料来源：万得，中银国际证券

云硬件：三指标全面正向增长，云厂商开支有望在 H2 加速

云硬件板块三指标均实现稳定正向增长。云硬件板块在营收、净利润和经营性现金流增速分别为 10%、32%和 27%的平稳增长，值得关注的是营收增速仅为 10%，低于全年同期增速，主要是同比基数变化以及下游客户资本开支放缓影响，而净利润（+32%）和经营性现金流（+27%）表现较好说明部分龙头公司产品创新、费用控制及现金流管理效果较好。

图表 10. 云硬件 2018H1-2019H1 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

公有云支出五年 CAGR 为 34%，将确保云硬件厂商持续受益。根据 IDC 最新的《IDC 全球半年度公有云服务支出指南》统计预测，2019 年亚太地区（不包含日本）的公有云服务及基础设施支出预计为 260 亿美元，相比 2018 年增长 47.1%。公有云服务支出预计将在预测期内增长近两倍，到 2023 年将达到 761 亿美元，五年复合年增长率为 33.9%。IaaS 将是最大的云计算支出类别，2019 年该类别支出占整体公有云支出的 50.2%，在整个预测期内(2018-2023 年)的支出占比也将超过一半。2019 年，SaaS 在云支出中位居第二，份额为 39.03%，其次是平台即服务(PaaS)，份额为 10.7%。IaaS 支出在整个预测期内将保持平衡，服务器支出走势略高于存储支出。

图表 11. 2019 年 IDC 亚太地区公有云支出统计



资料来源: IDC, 中银国际证券

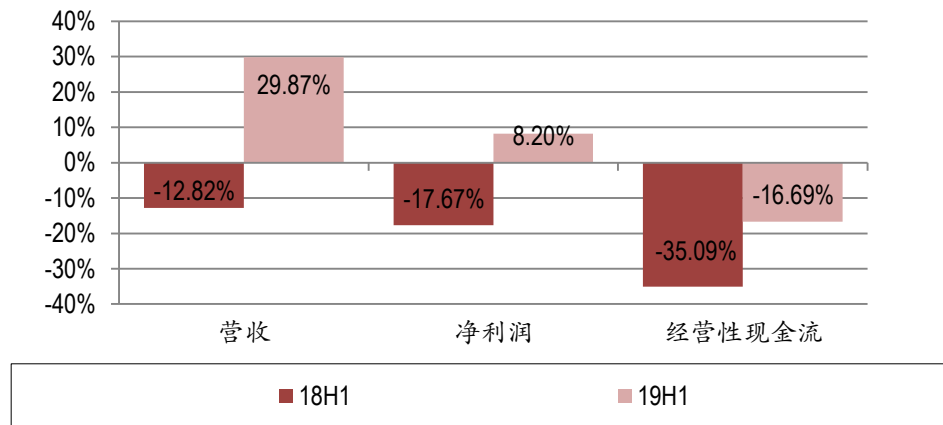
静待 H2 云厂商资本开支加速, 龙头厂商将率先受益。2019H1 公有云厂商资本开成有所放缓, 成为云硬件板块增速下滑的重要因素之一, 而根据上述 IDC 预测以及云产业发展趋势, 公有云巨头阿里云 2020 财年 Q1 增速超 60%, 腾讯云表现也较好, 并且观察金山云、优刻得等追赶者均在持续发力投入, 预计 H2 公有云厂商资本开支将有恢复的可能性。随着 5G 技术发展及基础设施的普及, 中期内 5G 边缘服务器有望持续放量, 云边协同成为主流, 也将带动云计算硬件快速放量。预期浪潮信息、紫光股份等领先者将率先受益于本轮复苏。

浪潮及紫光表现均较好, H2 或将更精彩。观察行业龙头厂商浪潮信息及紫光股份有较好的借鉴意义, 2019H1 浪潮信息实现营收 215.4 亿(+12.5%), 归母净利润 2.7 亿(+39.5%), 扣非后净利润 2.4 亿(+32.4%)。营收增速虽回落却依然保证较好盈利增速, 公司龙头地位越加稳固, 并全力备战边缘和 AI 算力。紫光股份实现营收 228.7 亿(+2.0%)、净利润 8.5 亿(+15.5%)、扣非净利润 6.0 亿(+2.4%), 目前运营商正在全面铺开基础设施建设, 未来 5G 基站建设有望附带小型边缘算力集群, 带动服务器、网络及存储设备出货。

医疗 IT: 行业景气度维持, 互联网医疗政策利好创新业务

医疗 IT 行业景气度维持, 在手订单可确保 H2 较好表现。医疗 IT 板块营收增速近 30%, 增长符合预期, 而 8.2% 的净利润增长和增速提升 18.4pct 的经营性现金流说明行业增长也不错。通过我们对医疗 IT 行业其中 8 家公司订单的梳理, 发现 H1 订单增长较好, 并且呈现项目订单金额趋多且建设周期拉长的趋势, 也导致龙头公司 H1 营收增速远远落后于订单金额的增速, 同样 H1 订单也可确保 H2 乃至 2020 年业务增长的稳定性。并且本轮院端 IT 中期新增量分为电子病历 (医务人员)-智慧服务 (患者)-智慧管理 (管理者) 三层级, 当前释放显性增量主要覆盖电子病历第一阶段, 未来市场将逐渐扩容。

图表 12. 医疗信息化 2018H1-2019H1 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

互联网医疗医保支付新政利好互联网创新业务。8月30日，国家医疗保障局发布《关于完善“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的指导意见》。明确了“互联网+”医疗服务价格纳入现行医疗服务价格的政策体系统一管理，对符合条件的“互联网+”医疗服务，按照线上线下公平的原则配套医保支付政策。该政策有望提高病患到互联网医院的就诊的积极性，并且互联网医院端的支付接口将对接医保系统，由此产生的IT系统新增量利好互联网医疗创新业务厂商，如卫宁健康及久远银海等。

卫宁健康互联网医疗创新业务进展良好。2019H1 纳里健康共签约医疗合作项目 110 余个，累计签约医疗合作项目超 300 余个，遍及北京、四川、江西、湖南、河北、山东、河南、广西、广东、安徽等地。截至 2019 年 6 月底，纳里健康平台已累计接入国内医疗机构 2,500 余家，注册医护人员超 20 万名，远程医疗超 200 万人次，服务患者超 2 亿人次。

卫宁健康 2019H1 实现营收 6.70 亿 (+22.4%)，归母净利润 1.62 亿 (+36.2%)，扣非后净利润 1.28 亿 (+15.1%)。千万级别订单明显增多，H2 增长动力十足，创新业务虽低于预期但长期投入产出可见，且新产品将巩固龙头地位。

图表 13. 纳里健康（卫宁健康旗子公司）的互联网医院解决方案

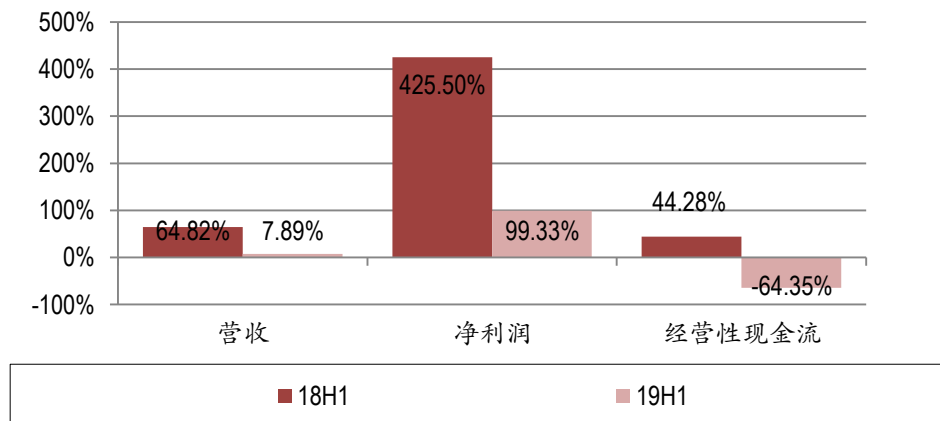


资料来源：纳里健康官网，中银国际证券

信息安全：业绩翻倍，自主可控政策催化明显

信息安全板块业绩翻倍增长，表现优异。2019H1 营收、净利润及经营性现金流增速分别为 7.9%、99.3% 和 -64.4%，业绩呈现翻倍增长，表现较好。而现金流表面增速恶化主要受三六零影响（出售奇安信股权），若剔除三六零影响，板块经营性现金流为 -33.5 亿，同比 18H1 的 -34.4 亿基本持平。

图表 14. 信息安全 2018H1-2019H1 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

信息安全行业五年 CAGR 为 25%。IDC 预测 2019 年中国网络安全市场总体支出将达到 73.5 亿美元，2019-2023 年预测期内的年 CAGR（复合年均增长率）为 25.1%，增速继续领跑全球网络安全市场。到 2023 年，中国网络安全市场规模将增长至 179.0 亿美元。2019 年，安全硬件在中国整体网络安全支出中将继续占据绝对主导地位，占比高达 62.8%；安全软件和安全服务支出比例分别为 16.7%和 20.5%。从行业上来看，政府、通信、金融仍将是中国网络安全市场前三大支出行业，与往期保持一致，占中国总体网络安全市场约六成的比例。

图表 15. 2018-2023 年中国 IT 安全支出规模预测（单位：百万美元）



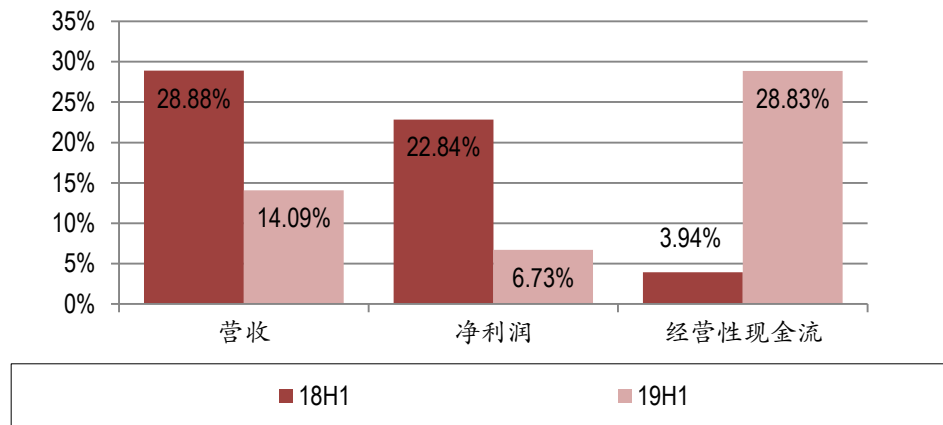
资料来源：IDC 中国，中银国际证券

龙头启明星辰实现较好增长。2019H1 启明星辰实现营收 8.8 亿，同增 19.1%；净利润 1375.4 万，同降 41.0%；扣非净利润-210.2 万，同增 96.9%。业绩符合预期，其中 Q2 业绩亮眼，预示基本面向好判断，安全运营中心和特定行业业务顺利，全年业绩目标兑现确定性提升。

人工智能：尚处于培育期，静候收获期拐点

人工智能板块三指标均实现正向增长，未来将逐步进入收获期。2019H1 人工智能板块营收、净利润及经营性现金流增速分别为 14.1%、6.7%和 28.8%，其中营收和净利润增速有所回落，而经营性现金流虽然为负，但呈现加快增长趋势，预示行业正在进入收获期。

图表 16. 人工智能 2018H1-2019H1 年营收、净利润、经营现金流增速变化

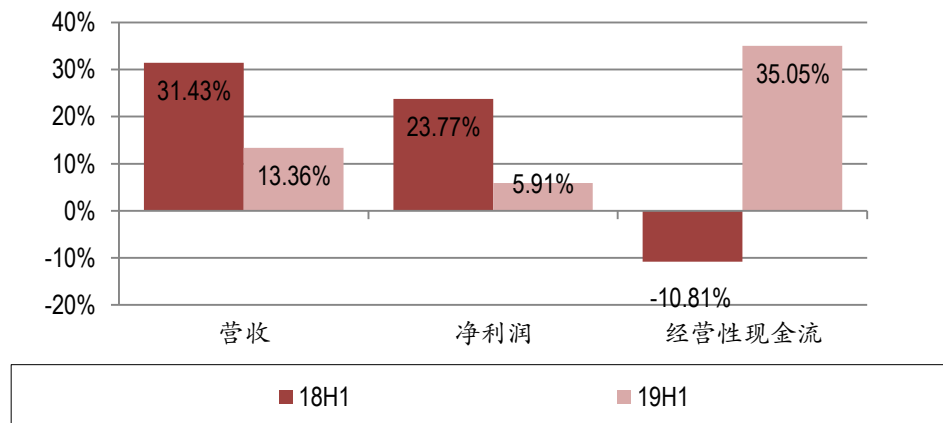


资料来源：万得，中银国际证券

智能安防：增长仍然存压，但现金流有改善

智能安防板块三指标均实现正向增长，行业稳中有升。2019H1 智能安防板块营收、净利润及经营性现金流增速分别为 13.4%、5.9%和 35.1%，其中营收和净利润增速有所回落，而经营性现金流虽然为负，与人工智能板块相同。随着人工智能技术在安防领域的应用，行业实现平稳增长，对待未来新的规模性增量持谨慎态度。

图表 17. 智能安防 2018H1-2019H1 年营收、净利润、经营现金流增速变化

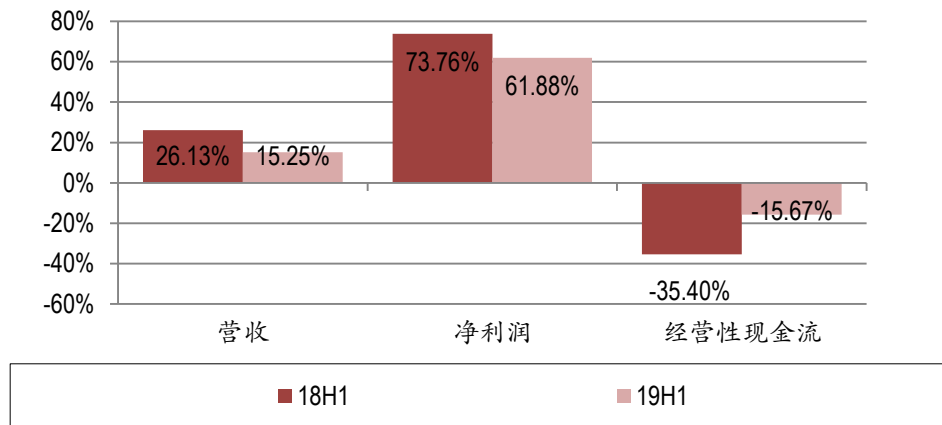


资料来源：万得，中银国际证券

工业互联网：随着体量增加营收增速回落

工业互联网板块业绩增长超 60%，但营收增速放缓。2019H1 智能安防板块营收、净利润及经营性现金流增速分别为 15.3%、61.9%和-15.7%，其中营收增速有所回落近 11pct，而经营性现金流虽然为负，但下滑趋势放缓。

图表 18. 工业互联网 2018H1-2019H1 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

工业互联网平台呈现跨行业发展趋势。工信部为深入贯彻《国务院关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》，加快跨行业、跨领域工业互联网平台建设，根据《工业和信息化部办公厅关于组织申报跨行业跨领域工业互联网平台的通知》，经企业自主申报、地方推荐、材料审查、专家评审，形成了2019年跨行业跨领域工业互联网平台清单，该清单具备较好的标杆示范效应，建议关注其中的用友网络等。

图表 19. 2019 年跨行业跨领域工业互联网平台清单

平台名称	承建公司
海尔 COSMOPlat 工业互联网平台	青岛海尔
东方国信 Cloudiip 工业互联网平台	东方国信
用友精智工业互联网平台	用友网络
树根互联根云工业互联网平台	树根互联
航天云网 INDICS 工业互联网平台	航天云网
浪潮云 In-Cloud 工业互联网平台	浪潮集团
华为 FusionPlant 工业互联网平台	华为
富士康 BEACON 工业互联网平台	富士康
阿里 supET 工业互联网平台	阿里云
徐工信息汉云工业互联网平台	徐工信息

资料来源：工信部，中银国际证券



投资建议

行业整体增长平稳，净利润和现金流改善显著，但也应密切关注收入增长压力下的新突破。增速较高的细分领域全年业绩高增长确定性较强，建议在三、四季度重点配置。推荐金融科技、医疗 IT、云计算、信息安全等板块。个股方面，重点推荐金融科技的**恒生电子**，医疗 IT 领域的**卫宁健康**、**创业慧康**，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**，信息安全领域的**启明星辰**、**深信服**。



风险提示

1、新技术市场不及预期

计算机行业偏向应用层面，与 5G 等相关技术发展息息相关。若周围技术及配套设施普及不及预期，将导致软件应用低于预期。

2、下游需求回暖不及预期

多数计算机公司下游客户为政府及企业，而当前政府和企业客户 IT 支出偏谨慎，将优先投向重点行业，部分下游需求回暖可能不及预期。

3、外部摩擦加剧

当前外部事件频出，而全球的 IT 技术分享生态至关重要。若外部摩擦加剧，可能导致部分技术升级传播不及预期，从而影响产品研发进度。



附录图表 20. 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	
600570.SH	恒生电子	79.18	636	0.59	0.80	1.26	1.24	135	99	63	64	买入
300253.SZ	卫宁健康	15.50	252	0.14	0.19	0.26	0.36	110	83	60	43	买入
300451.SZ	创业慧康	17.02	124	0.22	0.29	0.40	0.54	76	58	42	31	买入
002410.SZ	广联达	37.39	421	0.42	0.39	0.43	0.55	89	96	87	67	买入
600588.SH	用友网络	34.09	848	0.16	0.25	0.32	0.40	218	138	107	84	买入
300036.SZ	超图软件	17.69	80	0.44	0.37	0.48	0.69	41	47	37	26	买入
000977.SZ	浪潮信息	26.72	344	0.33	0.51	0.72	1.04	81	52	37	26	买入
000938.SZ	紫光股份	35.09	717	0.77	0.83	0.99	1.36	46	42	36	26	买入
002439.SZ	启明星辰	31.92	286	0.50	0.63	0.82	1.00	63	50	39	32	买入
300454.SZ	深信服	110.5	445	1.42	1.50	1.54	1.87	78	74	72	59	增持

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 2019 年 9 月 3 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