

## 新竞争时代，科技堪当国之利器，关注结构性机会

投资建议： 中性

### 计算机行业

上次建议： 中性

#### 投资要点：

##### ➤ 营收增速压力加剧，净利增速维持平稳

2019年上半年，计算机行业上市公司营业收入合计2077.34亿元，同比增长6.62%，相比18年H1 26.63%的增速下滑明显，19Q1显现的营收压力问题进一步加剧；实现归母净利润合计161.92亿元，同比增长9.67%，相比18年上半年8.60%的表现总体维持平稳，略有上升。从增速分布看，在利润端持续分化后，2019H1计算机营收端变化亦呈加速态势，经济下行压力下，计算机行业后周期性逐步显现，不同细分行业抗周期能力各不相同。

##### ➤ 毛利率与费用率同升，公允价值等对净利增速贡献较大

从盈利层面看，2019H1计算机行业整体毛利率为33.47%，相比18年同期提升1.87个百分点，而期间费用率亦有所上升，由2018H1的23.13%上升至2019年上半年的25.72%。我们分析，除毛利率及期间费用率等常规扰动因素外，2019H1净利增速快于营收的主要贡献者是投资收益及公允价值变动净收益。2019年上半年，行业整体投资收益24.93亿元，同比增长70.10%；行业公允价值变动净收益6.98亿元，而去年同期为-5.04亿元。

##### ➤ 计算机后周期性，H1营收增速下滑超预期，未来有望企稳

展望未来，考虑到计算机的后周期性，我们对代表宏观经济的沪深300（非金融）营收情况，与计算机数据相拟合，发现向后推12个月时两者的一致性最高。据此分析可知2019H1计算机营收增速的下滑幅度存在超预期现象，我们判断后续行业营收增速虽仍面临压力，但有望逐步企稳；至于利润端，除控制成本、费用外，减值风险加大了净利变化的不确定性。

##### ➤ 子行业景气度分析：大数据、云计算、AI等表现优异

分析计算机18个细分子行业的营收及净利增速，在剔除由于个别公司特殊情况产生的异常值后，发现人工智能、大数据、交通信息化、云计算、金融IT等子行业表现优异，后续值得重点关注。

##### ➤ 新竞争时代，科技堪当国之利器，建议关注结构性机会

站在今天的时点上，除做好国内经济结构转型升级外，国际形势变局亦不容忽视，我们认为，大国间的博弈或将长期存在，坚持科技创新才是安身立命之本，“国家赖之以强，企业赖之以赢”，科技堪当国之利器，建议关注结构性机会：一是实现自主可控坚定发展基石，二是推进新兴科技创造经济增长新动能。结合经营情况，推荐投资组合：用友网络（600588）、广联达（002410）、易华录（300212）、美亚柏科（300188）、创业慧康（300451）、四维图新（002405）。

##### ➤ 风险提示：技术遭遇瓶颈；政策有所延缓；市场系统性风险等。

#### 一年内行业相对大盘走势



吴金雅 分析师

执业证书编号：S0590517020001

电话：0510-82833337

邮箱：wuji@glsc.com.cn

#### 相关报告

- 1、《国家网络安全宣传周启动，关注网安及自主可控机会》2019.09.16
- 2、《麒麟 990 发布，“华为+”有望成国内自主生态完善强大助力》2019.09.10
- 3、《互联网医疗医保支付意见发布，有望催化医信领域机会》2019.09.03

## 正文目录

1	营收增速压力加剧，净利增速维持平稳	3
2	毛利率与费用率同升，公允价值等对净利增速贡献较大	5
3	计算机后周期性，H1 营收增速下滑超预期，未来有望企稳	6
4	子行业景气度分析：大数据、云计算、AI 等表现优异	7
5	新竞争时代，科技堪当国之利器，建议关注结构性机会	8
6	风险提示	9

## 图表目录

图表 1: 2019H1 计算机行业营收及增速	3
图表 2: 2019H1 计算机行业归母净利及增速	3
图表 3: 2019H1&2018H1 计算机行业营收、归母净利增速区间占比	4
图表 4: 2019H1 计算机行业营收增速分布 (家)	4
图表 5: 2018H1 计算机行业营收增速分布 (家)	4
图表 6: 2019H1 计算机行业归母净利增速分布 (家)	4
图表 7: 2018H1 计算机行业归母净利增速分布 (家)	4
图表 8: 2019 H1 计算机行业利润率	5
图表 9: 2019 H1 计算机行业期间费用率	5
图表 10: 行业资产、信用减值损失增速下降明显	6
图表 11: 2019H1 计算机投资收益同比增加	6
图表 12: 2019H1 公允价值变动净收益同比增加	6
图表 13: 计算机行业营收仍有望企稳 (采用沪深 300 非金融数据向后推 12 个月, 再与计算机相拟合)	7
图表 14: 计算机行业应收账款周转率同比下降	7
图表 15: 计算机商誉总额有所减少但体量仍大	7
图表 16: 2019H1 计算机子行业营收及净利增速排名	8

数据选择：我们选用申万行业分类中计算机一级行业作为分析对象，并加入海康威视、大华股份，同时剔除 1) 神州数码，16、17 年合并 IT 分销业务导致业绩变动；2) 中国长城，17 年长城电脑、长城信息合并影响较大；3) 常山北明，纺织业务占比近半（18 年为 49.53%）；4) 天夏智慧，购买天夏科技致主营变更；5) 紫光股份，16 年并表新华三影响较大；6) 凯瑞德，主营变更导致业绩变动；7) 联络互动，17 年并表 Newegg 营收大幅增加；8) 三六零，借壳上市导致业绩变动；9) 金财互联，17 年并表方欣科技影响较大；10) 维信诺，18 年更名，主营转为 OLED 产业；11) \*ST 工新，18 年巨额资产减值；12) 思维列控，19 年并表蓝信科技及公允价值变动；13) 恒生电子，19 年公允价值变动收益大幅增加；14) 投资收益影响较大的公司：顺利办、三泰控股、汉鼎宇佑、同方股份、东软集团、大智慧；15) 相关数据缺失的公司：中新赛克、德赛西威、万兴科技等。余下 173 家公司，分析其经营情况。

## 1 营收增速压力加剧，净利增速维持平稳

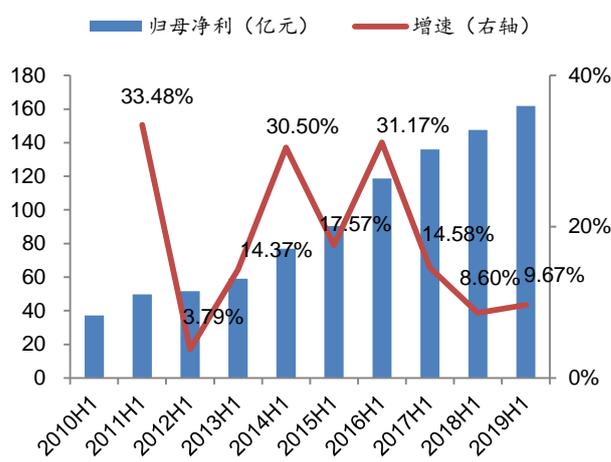
2019 年上半年，计算机行业上市公司实现营业收入合计 2077.34 亿元，同比增长 6.62%，相比 18 年 H1 26.63% 的增速下滑明显，19Q1 显现的营收压力问题进一步加剧；实现归母净利润合计 161.92 亿元，同比增长 9.67%，与 2018 年上半年 8.60% 的表现相比总体维持平稳，略有上升。

图表 1：2019H1 计算机行业营收及增速



来源：Wind，国联证券研究所

图表 2：2019H1 计算机行业归母净利润及增速



来源：Wind，国联证券研究所

从 2019H1 增速分布来看：营收增速在 0%~30% 之间的公司占比达 52.02%，仍是比重最大的部分，增速在 -20%~0% 的公司占比为 14.45%，30%~50% 的占比 12.72%，50% 以上的占比 10.98%，小于 -20% 的占比 9.83%；归母净利润增速在 0%~30% 之间的公司最多，占比 28.32%，其次是 <-20% 的占比为 26.59%，增速大于 50% 的公司占比 19.65% 较去年有所减少，而 30%~50% 区间的公司有所增加达 17.34%，最后 -20%~0% 区间占比为 8.09%。

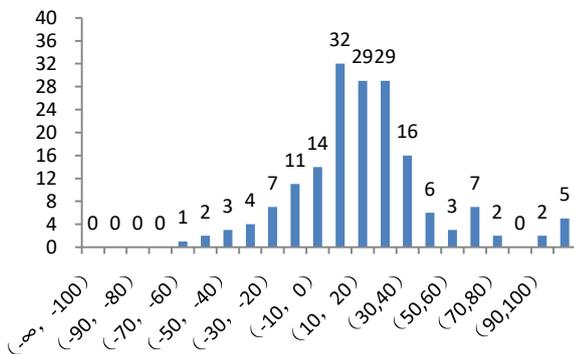
由此我们可以看出：1) 2019H1 行业营收端较 2018H1 呈加速分化态势，以增速 0 为分界线，2019H1 营收出现负增长的公司占比较去年同期增加了 3.48pct；2) 2019H1 行业利润端相比 2018H1 分化情况延续，净利端出现负增长的比例较去年同期增加 1.15pct；3) 整体来说，在利润端持续分化后，计算机营收端变化亦加剧，经济下行压力下，计算机行业后周期性逐步显现，不同细分行业抗周期能力各不相同。

图表 3：2019H1&2018H1 计算机行业营收、归母净利增速区间占比

占比	18H1 营收增速	19H1 营收增速	18H1 归母净利增速	19H1 归母净利增速
<-20%	4.62%	9.83%	30.06%	26.59%
-20%~0%	16.18%	14.45%	3.47%	8.09%
0%~30%	51.45%	52.02%	30.64%	28.32%
30%~50%	15.61%	12.72%	9.25%	17.34%
>50%	12.14%	10.98%	26.59%	19.65%

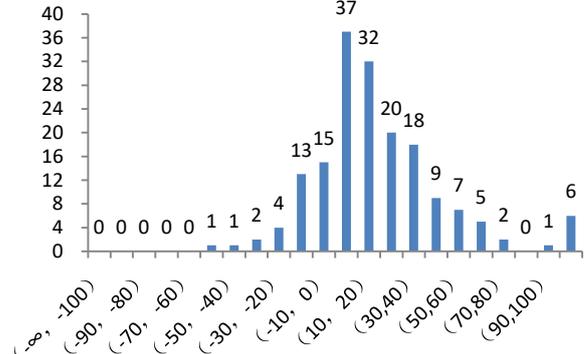
来源：Wind，国联证券研究所

图表 4：2019H1 计算机行业营收增速分布（家）



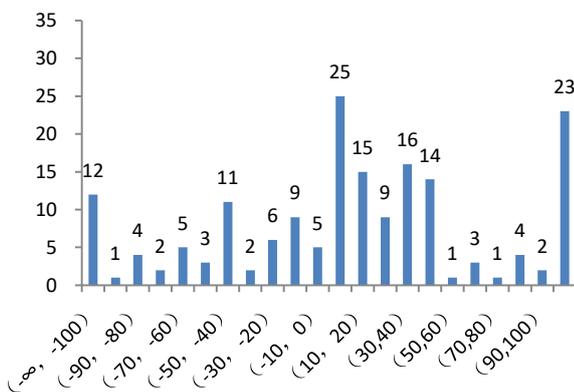
来源：Wind，国联证券研究所

图表 5：2018H1 计算机行业营收增速分布（家）



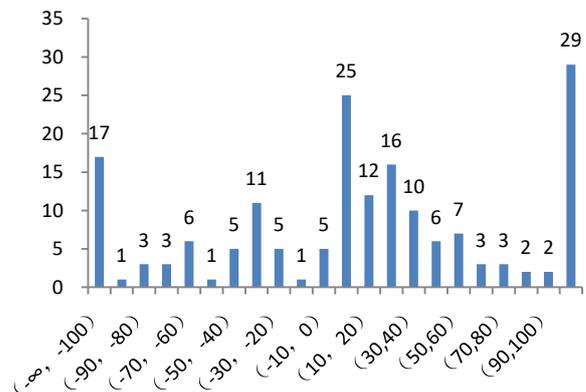
来源：Wind，国联证券研究所

图表 6：2019H1 计算机行业归母净利增速分布（家）



来源：Wind，国联证券研究所

图表 7：2018H1 计算机行业归母净利增速分布（家）



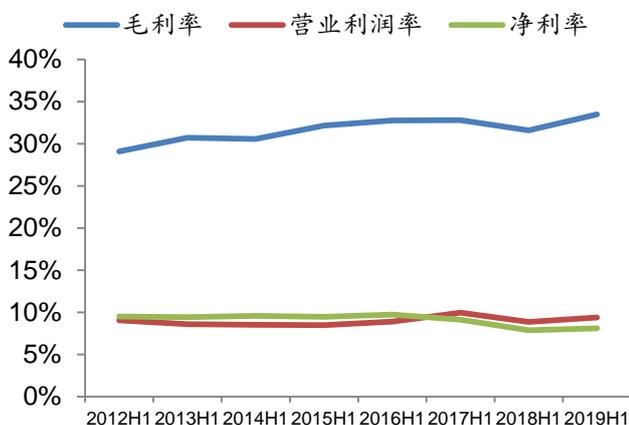
来源：Wind，国联证券研究所

## 2 毛利率与费用率同升，公允价值等对净利增速贡献较大

从盈利层面看，2019H1 计算机行业整体毛利率为 33.47%，相比 2018 年同期提升 1.87 个百分点；营业利润率为 9.38%，同比提高 0.50pct；净利率为 8.13%，同比提高 0.25 个百分点。

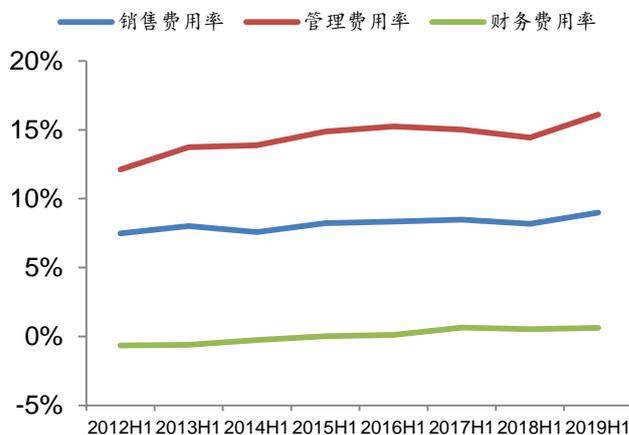
而期间费用率亦有所上升，由 2018H1 的 23.13% 上升至 2019 年上半年的 25.72%，其中：管理费用率为 16.11%（加回研发费用），同比 2018 年上半年提高 1.68 个百分点，主要源于研发投入增加等；销售费用率为 8.99%，同比增加 0.82 个百分点；财务费用率为 0.62%，同比提高 0.10pct。

图表 8：2019 H1 计算机行业利润率



来源：Wind，国联证券研究所

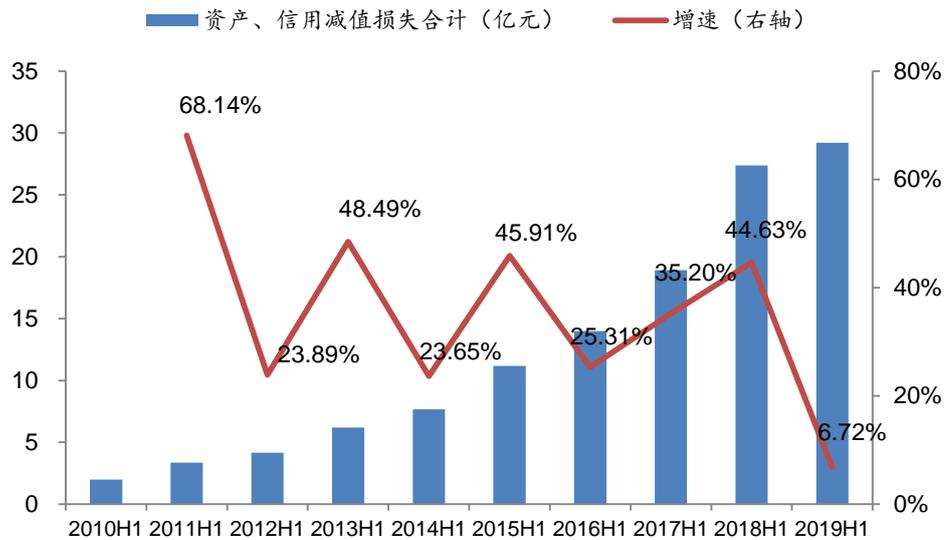
图表 9：2019 H1 计算机行业期间费用率



来源：Wind，国联证券研究所

同时 2019H1 计算机行业资产减值损失 7.65 亿元，需注意 H1 会计政策有所变更，应收账款坏账损失等被计入信用减值损失，因此此处分析减值时应加回信用减值数据。加回后，2019H1 计算机行业资产、信用减值损失合计 29.21 亿元，同比增长 6.72%，虽然增速下降明显，但其占营收比重 1.41%，与去年同期的 1.40% 比仍有上升，未对净利增速产生正贡献。

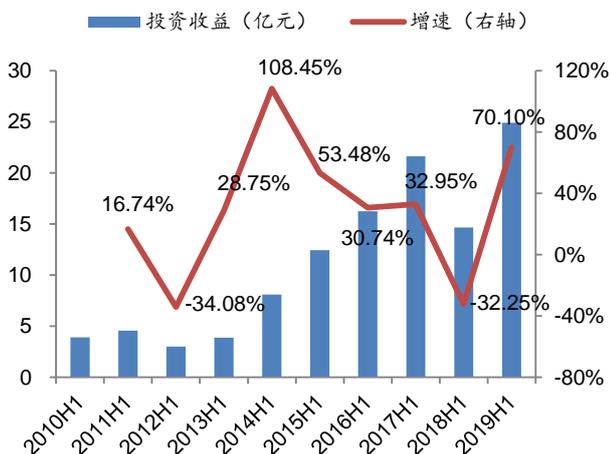
图表 10: 行业资产、信用减值损失增速下降明显



来源: Wind, 国联证券研究所

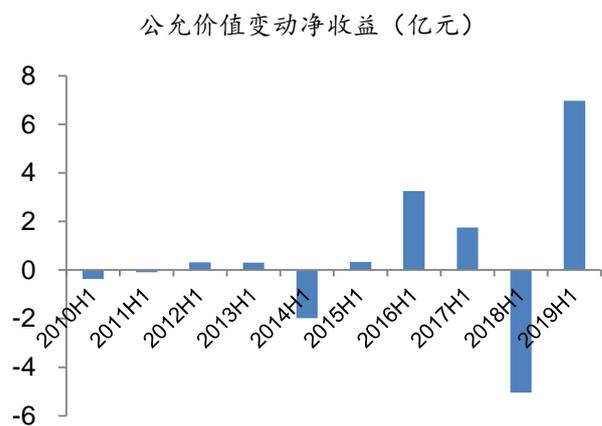
我们分析,除毛利率及期间费用率等常规扰动因素外,2019H1 净利增速快于营收的主要贡献者是投资收益及公允价值变动净收益。2019 年上半年,行业整体投资收益 24.93 亿元,同比增长 70.10%,占营收比重增加 0.45pct;行业公允价值变动净收益 6.98 亿元,而去年同期为-5.04 亿元,占营收比重增加 0.59pct。

图表 11: 2019H1 计算机投资收益同比增加



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 12: 2019H1 公允价值变动净收益同比增加

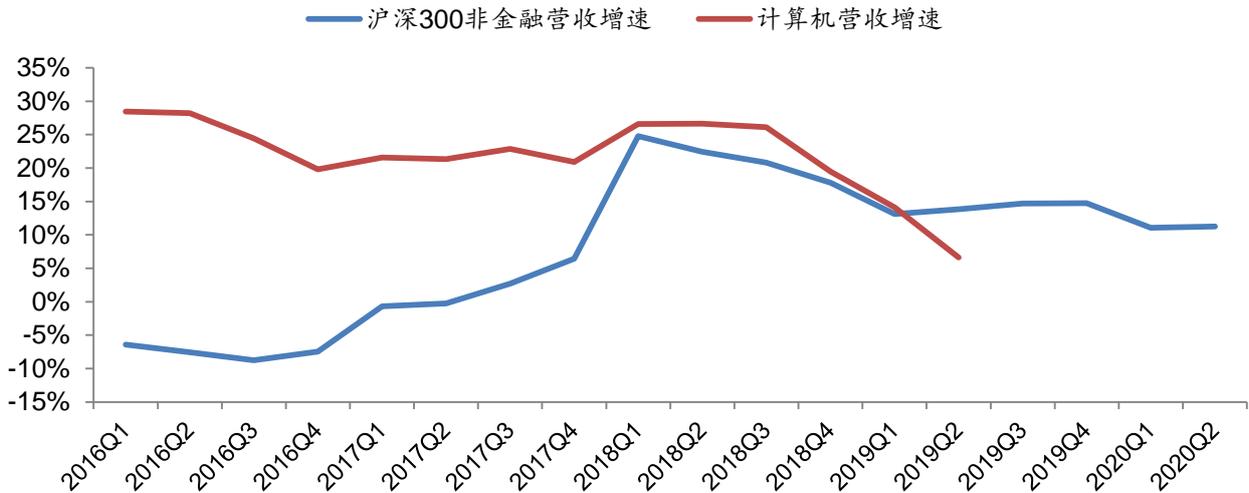


来源: Wind, 国联证券研究所

### 3 计算机后周期性, H1 营收增速下滑超预期, 未来有望企稳

展望未来,考虑到计算机的后周期性,通常行业经营变化要滞后宏观经济 2-4 个季度。对比代表宏观经济的沪深 300 (非金融) 营收情况,与计算机数据相拟合,发现向后推 12 个月时两者的一致性最高,据此分析可知 2019H1 计算机营收增速的下滑幅度存在超预期现象,我们判断后续行业营收增速虽仍面临压力,但有望逐步企稳。

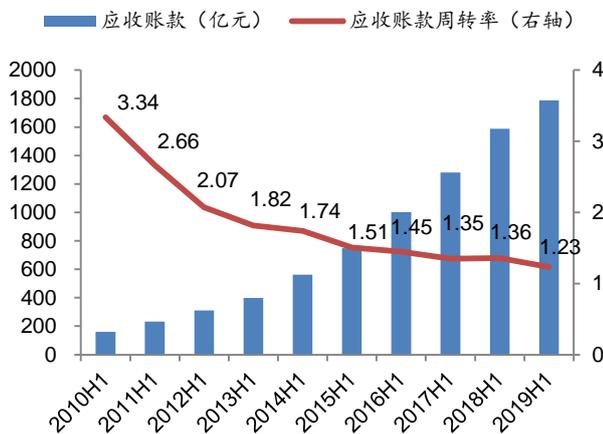
图表 13: 计算机行业营收仍有望企稳 (采用沪深 300 非金融数据向后推 12 个月, 再与计算机相拟合)



来源: Wind, 国联证券研究所

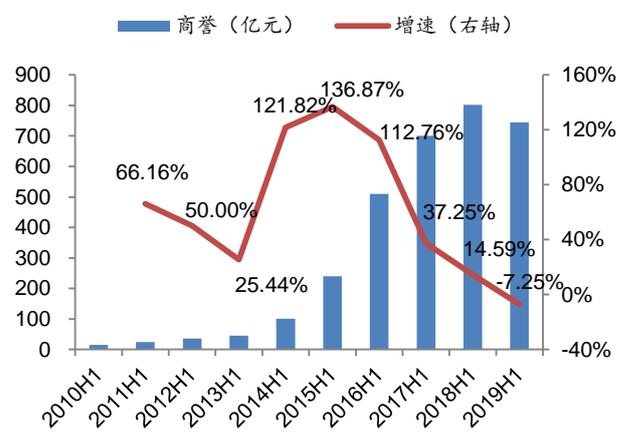
至于利润端能否向好, 除控制成本、费用外, 坏账及商誉引起的减值风险也是重要影响因素。当前, 应收账款周转率同比下行, 同时商誉总额虽有所减少, 但绝对量仍大, 加大了净利变化的不确定性。

图表 14: 计算机行业应收账款周转率同比下降



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 15: 计算机商誉总额有所减少但体量仍大



来源: Wind, 国联证券研究所

## 4 子行业景气度分析: 大数据、云计算、AI 等表现优异

我们将统计的 173 家公司划分为云计算、卫星导航、人工智能、车载信息、智能安防、大数据、信息安全、系统集成与 IT 外包等 18 个细分子行业, 并综合各子行业公司的营收增速及净利增速进行分析。(选取增速在 20% 以上的子行业且剔除由于个别公司特殊情况产生的异常值, 由于行业整体增速下降, 因此指标数值也同步下调)

其中: 智能电网 19 年上半年营收、净利表现较好主要源于朗新科技并表易视腾

及邦道科技业绩大增；教育信息化 19 H1 营收、净利高增长原因是立思辰并表、项目验收及亏损业务剥离所致（新增中文未来大语文业务收入、张家口 PPP 项目验收及亏损的信息安全业务剥离）。

剔除上述因素后，我们发现人工智能、大数据、交通信息化、云计算、金融 IT 等子行业表现优异，后续值得重点关注。

**图表 16：2019H1 计算机子行业营收及净利增速排名**

子行业	2019H1 营收增速	子行业	2019H1 净利增速
智能电网	59.32%	智能电网	579.20%
教育信息化	33.53%	教育信息化	146.76%
人工智能	28.76%	云计算	49.72%
大数据	26.84%	人工智能	31.39%
交通信息化	24.99%	金融 IT	21.44%
智能制造	18.36%	智慧医疗	18.72%
信息安全	17.56%	智能制造	17.81%
云计算	14.31%	政务信息化	15.53%
金融 IT	11.02%	交通信息化	15.50%
智慧医疗	9.54%	系统集成与 IT 外包	5.01%
智能物流	8.55%	智能安防	-1.62%
智能安防	8.24%	大数据	-2.84%
系统集成与 IT 外包	7.23%	智能物流	-6.82%
智慧城市	3.64%	智慧城市	-8.91%
车载信息	-7.68%	其他	-27.46%
其他	-10.76%	卫星导航	-65.30%
政务信息化	-17.23%	车载信息	-72.69%
卫星导航	-32.97%	信息安全	扭亏

来源：Wind，国联证券研究所

## 5 新竞争时代，科技堪当国之利器，建议关注结构性机会

站在今天的时点上，“中国特色社会主义进入新时代，迎来了从站起来、富起来到强起来的飞跃”。除做好国内经济结构转型升级外，国际形势变局亦不容忽视：2017 年以来，中美贸易摩擦不断，逆全球化思潮正在部分国家发酵，“修昔底德陷阱”言论甚嚣尘上。我们认为，大国间的博弈或将长期存在，坚持科技创新才是安身立命之本，“国家赖之以强，企业赖之以赢”，科技堪当国之利器，建议关注结构性机会：一是实现自主可控坚定发展基石，二是推进新兴科技创造经济增长新动能。

正如 2018、2019 年政府工作报告强调“加快新旧发展动能接续转换，深入开展‘互联网+’行动，推动大数据、云计算、物联网广泛应用，新兴产业蓬勃发展，传统产业深刻重塑”；“打造工业互联网平台，拓展‘智能+’”；“深化大数据、人工智能等研发应用，培育新一代信息技术、高端装备、生物医药、新能源汽车等新兴产业集群，壮大数字经济。”中央经济工作会议也明确“加快 5G 商用步伐，加强人工智能、

工业互联网、物联网等新型基础设施建设”。

遵循这一理念，结合政策导向及经营情况，寻找可持续增长标的。我们认为计算机行业的营收增速虽仍面临压力，但有望逐步企稳，至于利润端，除控制成本、费用外，应收账款及商誉总额依旧高企，减值风险加大了净利变化的不确定性。同时，我们也关注到板块在加速分化，投入新技术且拥有核心竞争力的细分龙头在业绩加快增长的同时正越发受到市场的青睐，而符合国家战略方向且地位具备稀缺性的优质标的即便短期业绩承压也逐步收获市场的认可。

综上，参考前文子行业景气度分析，我们认为在国家整体经济结构转型、加大对新经济及国产生态体系培育力度的形势下，大数据、云计算、人工智能、信息安全、交通信息化、金融 IT 等值得重点关注。

推荐组合：用友网络（600588）、广联达（002410）、易华录（300212）、美亚柏科（300188）、创业慧康（300451）、四维图新（002405）。

## 6 风险提示

- 1) 技术发展遭遇瓶颈
- 2) 政策推进有所延缓
- 3) 订单落地低于预期
- 4) 市场系统性风险

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-85603281

#### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元  
 电话：021-61649996

**分公司机构销售联系方式**

地区	姓名	联系电话
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856
深圳	薛靖韬	18617045210