

行业评级:

计算机软硬件

增持 (维持)

**谢春生** 执业证书编号: S0570519080006  
研究员 xiechunsheng@htsc.com

**郭雅丽** 执业证书编号: S0570515060003  
研究员 010-56793965  
guoyali@htsc.com

**郭梁良** 执业证书编号: S0570519090005  
研究员 021-28972067  
guoliangliang@htsc.com

**金兴**  
联系人 jinxing@htsc.com

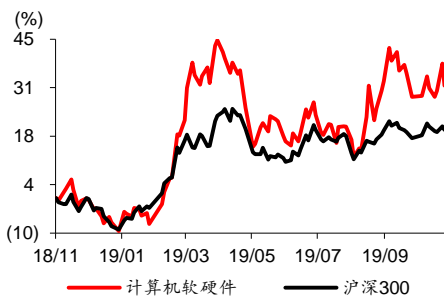
相关研究

1 《**卫宁健康(300253 SZ,增持): 业绩增长提速, 交付效率有望提升**》2019.10

2 《**久远银海(002777 SZ,增持): 业绩稳健增长, 利润率提升**》2019.10

3 《**广联达(002410 SZ,增持): Q3 云化或放缓, 定增坚定业务方向**》2019.10

一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 收入增速回落, 格局分化加剧

## 计算机行业三季度报总结

### 前三季度计算机行业收入增速回落

2019 年前三季度, 计算机行业整体收入增速为 9.3%, 增速同比下降 16 个百分点, 下降幅度比较大。归母净利润增速为 10.9%, 增速同比提升 2.8 个百分点, 这主要与非经营收益增加相关, 2019 年前三季度, 样本公司整体的非经常收益同比增加 70%左右, 扣非归母净利润增速为-7.6%, 增速同比下降 30.8 个百分点, 增速回落幅度也比较大。从下降幅度来看, 2019 年前三季度, 扣非归母净利润下滑幅度在 1 亿元以上的公司数量有 19 家 (10%), 扣非归母净利润增加幅度在 1 亿元以上的有 12 家 (6%)。我们认为前三季度计算机行业收入增速的回落与下游需求减少有关。

### 细分领域: 云计算/自主可控/医疗 IT 边际改善明显

2019 年前三季度, 下游需求比较稳健的细分领域主要包括: 云计算、自主可控、医疗 IT 等板块。其背后的催化因素一方面是云计算技术所代表的产业趋势推进, 另一方面是政策催化导致的下游需求景气度提升。我们认为, 这几个领域的下游需求或将继续维持。同时, 值得关注另一个现象是, 同一细分领域的公司, 分化更加明显, 龙头公司业绩稳定性更佳。

### 分层分析: 大体量公司较为稳健, 小体量公司边际改善明显

对于大体量 (30 亿收入以上) 和小体量 (5 亿收入以下) 公司竞争力和业绩边际变化情况, 也是我们研究的重点。通过前三季度业绩表现, 我们发现, 大体量公司仍然保持了稳定的业绩增速。中型公司的业绩增速回落明显, 小体量公司反而出现明显的边际改善。而在去年我们看到的情况是, 小体量公司的业绩在出现边际明显恶化。这也说明, 2019 年一些小体量公司可能会存在一定边际改善的可能性, 或与教育、医疗、金融等下游需求回暖有关。

### 关注云计算、5G、AI 等产业趋势方向

云计算处于加速落地状态, 建议关注标的包括: 广联达、石基信息、用友网络、泛微网络。5G 相关领域, 包括应用设备和应用场景, 建议关注标的: 浪潮信息、宝信软件、中新赛克、中科创达、四维图新。人工智能领域, 建议关注标的包括: 科大讯飞、海康威视、千方科技等。

### 把握行业景气度边际改善带来的机会

自主可控领域, 关注标的包括: 太极股份、北信源、中孚信息等。金融 IT, 在金融政策逐步边际放松大背景下, 金融创新力度有望逐步加大, 下游需求有望逐步释放。建议关注标的: 恒生电子、东方财富、同花顺、长亮科技。医疗 IT, 政策奠定未来几年医疗下游需求确定性。建议关注标的: 卫宁健康、创业慧康、久远银海、思创医慧、和仁科技等。信息安全, 建议关注标的包括: 绿盟科技、深信服、启明星辰、卫士通等。

风险提示: 宏观经济整体下行的风险; 金融去杠杆带来的信用紧缩风险; 中美贸易摩擦对于经济贸易的不确定性带来的风险。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
300253.SZ	卫宁健康	17.14	买入	0.19	0.25	0.35	0.48	90	69	49	36
002777.SZ	久远银海	34.31	买入	0.53	0.65	0.89	1.31	65	53	39	26
002410.SZ	广联达	32.33	增持	0.39	0.34	0.49	0.75	83	95	66	43
002373.SZ	千方科技	17.73	买入	0.51	0.64	0.82	1.04	35	28	22	17
600570.SH	恒生电子	77.07	增持	0.8	1.12	1.49	1.9	96	69	52	41

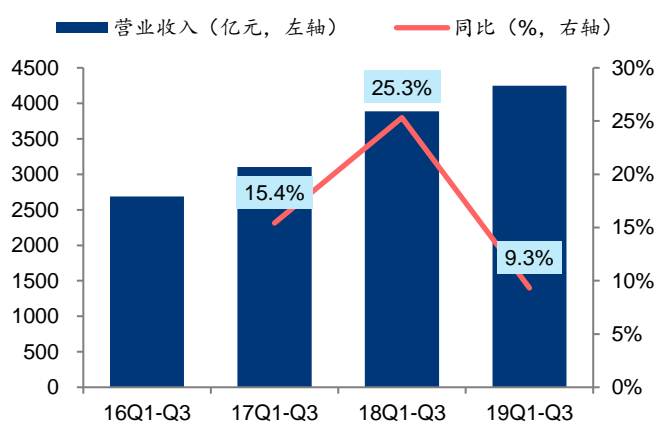
资料来源: 华泰证券研究所

## 样本选择

计算机行业三季度已经披露完毕，为了更真实、客观地反映整个行业的实际运行情况，我们对计算机行业公司的样本进行了筛选和选择。

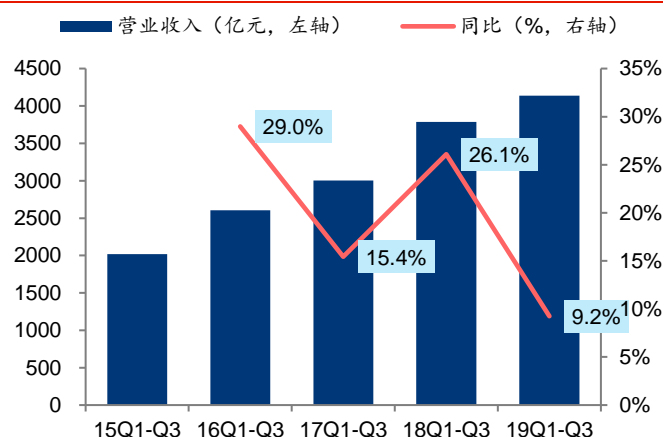
对于样本的选择，我们兼顾了样本数量和时间跨度的平衡。时间跨度太长，部分公司缺失早期数据，导致可选择的数量太少。时间跨度太短，样本公司数量较多，但不能很好的刻画近几年的变化情况。包含2014年数据的公司数量仅有141家，样本量和当前行业公司数量219家相差较大，影响代表性。包含2015、2016年数据的公司分别为173、189家。我们发现，189个样本公司（2016-2019）与173个样本公司（2015-2019），在收入和净利润增速方面相差不大，较好地展现了计算机行业发展情况，更具代表性，我们最终选择样本量更大的189公司（2016-2019）。

图表1：营业收入（189个样本）



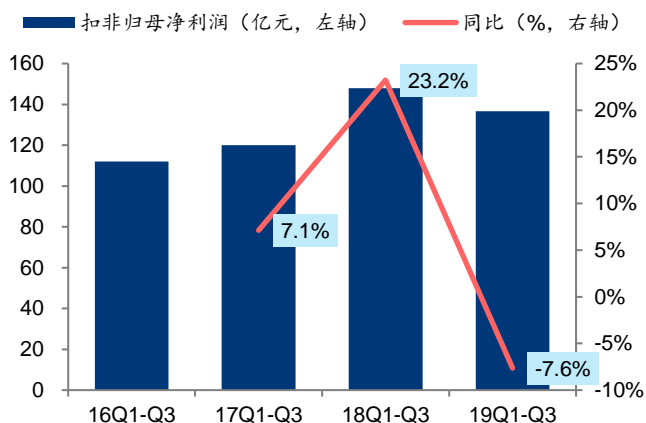
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表2：营业收入（173个样本）



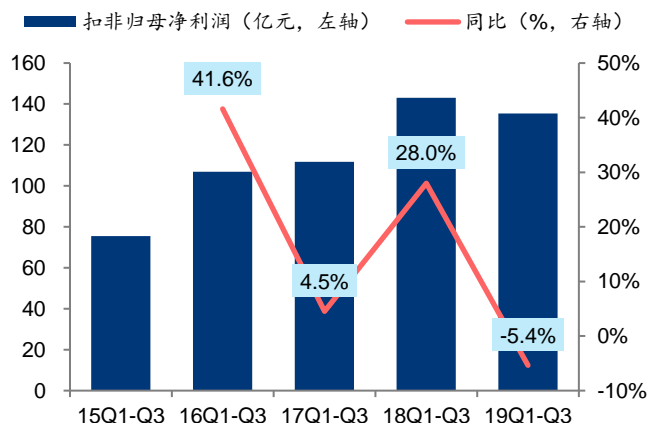
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3：扣非归母净利润（189个样本）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表4：扣非归母净利润（173个样本）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

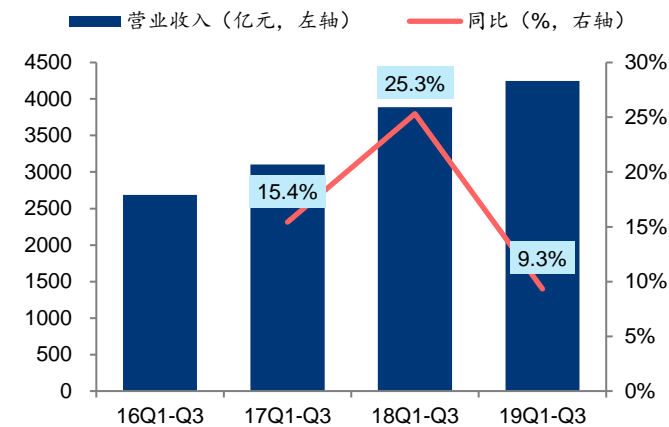
## 利润表分析

我们对计算机行业 189 家公司 2016-2019 年的数据进行了统计分析。

1) 2019 年前三季度，计算机行业整体收入增速为 9.3%，增速同比下降 16 个百分点，下降幅度比较大。归母净利润增速为 10.9%，增速同比提升 2.8 个百分点，这主要与非经营收益增加相关，2019 年前三季度，样本公司整体的非经常收益同比增加 70% 左右。2019 年前三季度，扣非归母净利润增速为 -7.6%，增速同比下降 30.8 个百分点，增速回落幅度也比较大。从下降幅度来看，2019 年前三季度，扣非归母净利润下滑幅度在 1 亿元以上的公司数量有 19 家（10%），扣非归母净利润增加幅度在 1 亿元以上的有 12 家（6%）。

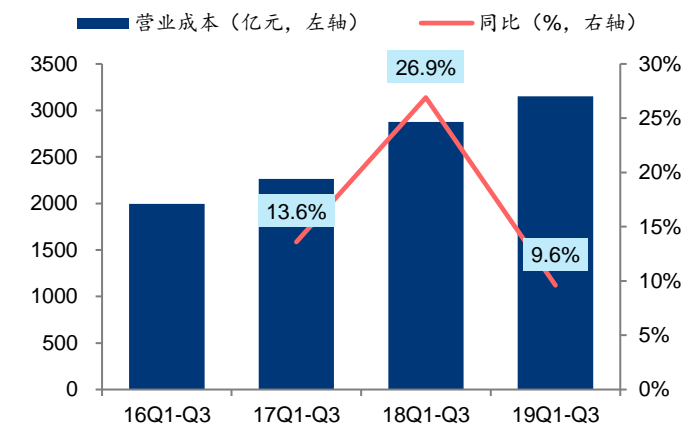
2) 从收入和归母净利润来看，计算机行业 2019 年前三季度增速同比下降比较多。除了 2018 年行业中存在几家公司进行了收购并表（比如，千方科技、神州数码、合众思壮、亚联发展等），导致基数较高之外，我们认为，主要还是与行业下游需求有关。并表因素影响并不大，如果我们将以上几个并表影响比较大的公司样本剔除之后，行业整体收入增速下降幅度为 12pct。净利润方面，剔除四家并表公司后，2018、2019 年同比增速分别为 5.1% 和 12%。扣非净利润，剔除四家并表公司后，2018、2019 年同比增速分别为 19.5%、-7.5%。

图表5：营业收入前三季度增长 9.3%（计算机行业）



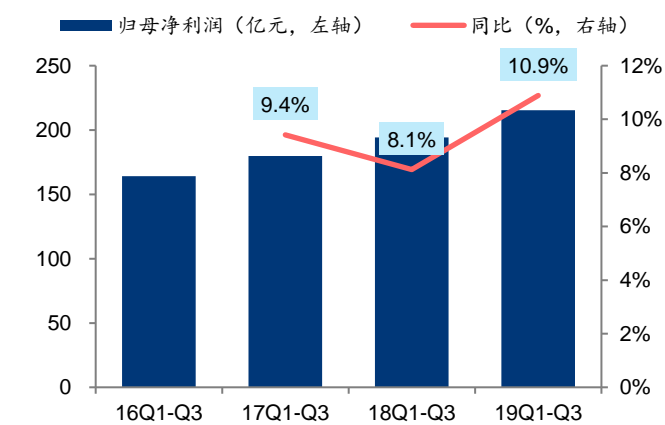
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表6：营业成本前三季度增长 9.6%（计算机行业）



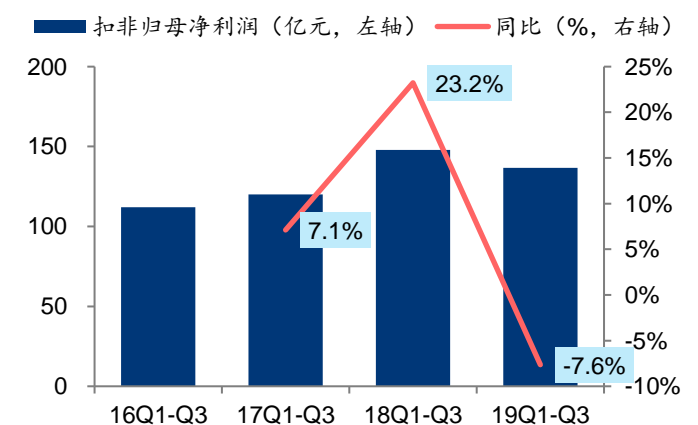
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表7：归母净利润前三季度增长 10.9%（计算机行业）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

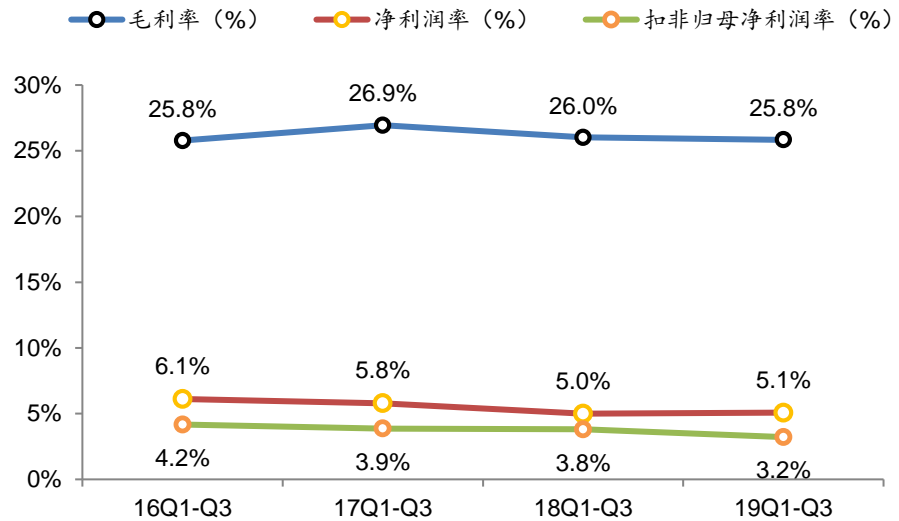
图表8：扣非归母净利润前三季度下降 7.6%（计算机行业）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

从毛利率来看，2019年前三季度，计算机行业样本公司整体毛利率为25.8%，同比略降0.2个百分点，近几年，行业整体毛利率运行比较平稳。扣非归母净利润率为3.2%，同比下降0.6个百分点。从近几年扣非净利率变化趋势来看，呈现出不断下降的趋势。我们认为，这主要与两个因素有关：1) 转型和新技术研发带来的盈利压力，比如云转型以及对新技术的投入的加大。2) 软件行业人力成本的逐步提升。

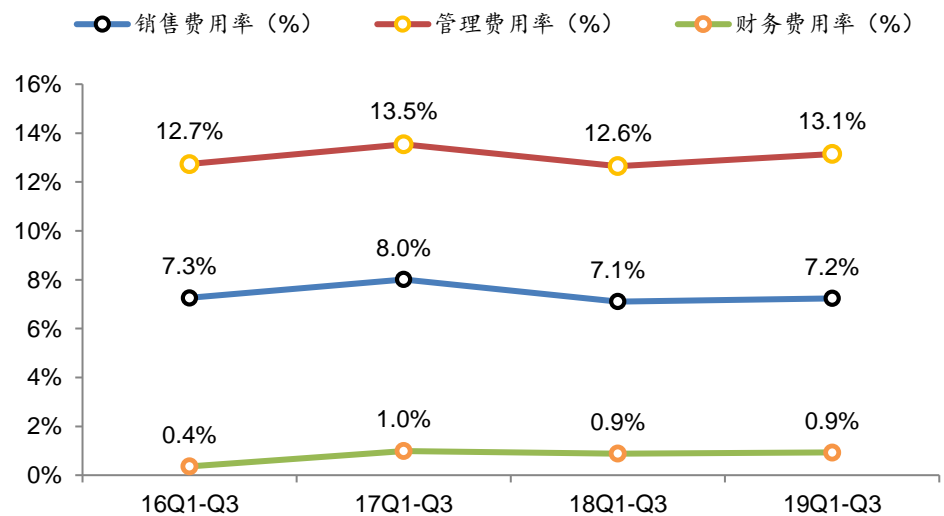
图表9： 毛利率和净利润率维持稳定（计算机行业）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

从费用角度来看，2019年前三季度，计算机行业前三季度管理费用率为13.1%，同比提升0.5个百分点；销售费用率为7.2%，同比增加0.1个百分点，财务费用率同比持平。从整体费用率来看，2019年前三季度费用率呈现出同比上升的态势。费用率上升的背后，我们认为，主要还是与员工薪酬的增加有关。

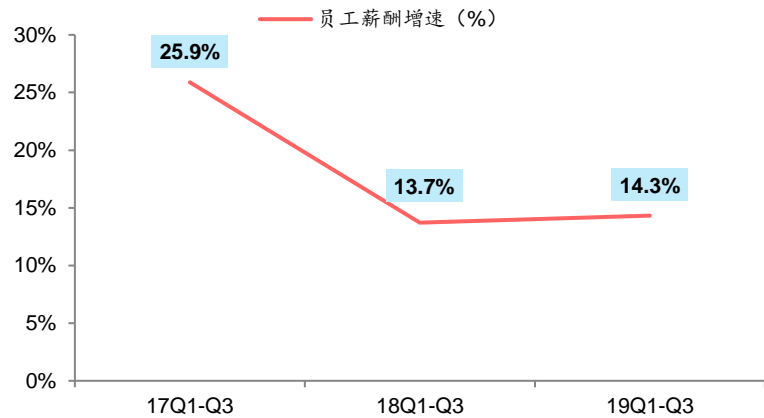
图表10： 前三季度费用率保持稳定（计算机行业）



注：为保持口径一致，2019年前三季度研发费用还原计入管理费用

资料来源：Wind、华泰证券研究所

从员工薪酬来看，2019年前三季度，样本公司的员工薪酬增速为14.3%，增速同比增加0.6个百分点。

**图表11：前三季度员工薪酬增速为 14.3%（计算机行业）**


资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表12：利润表分析**

亿元	16Q1-Q3	17Q1-Q3	18Q1-Q3	19Q1-Q3
营业收入	2687	3101	3886	4249
营业成本	1994	2266	2875	3151
毛利	693	836	1011	1097
税金及附加	11	16	18	18
销售费用	195	248	276	308
管理费用	342	420	491	559
营业利润	160	190	242	271
营业外收入	46	23	9	6
利润总额	204	209	248	273
所得税	30	22	37	38
归母净利润	164	180	194	215
非经常损益	51	60	46	79
扣非净利润	112	120	148	137
<b>财务指标</b>				
毛利率	25.8%	26.9%	26.0%	25.8%
销售费用率	7.3%	8.0%	7.1%	7.2%
管理费用率	12.7%	13.5%	12.6%	13.1%
营业利润率	6.0%	6.1%	6.2%	6.4%
所得税率	1.1%	0.7%	0.9%	0.9%
净利润率	6.1%	5.8%	5.0%	5.1%
营收增长率		15.4%	25.3%	9.3%
毛利增长率		20.6%	21.0%	8.5%
销售费用增长率		27.3%	11.2%	11.4%
管理费用增长率		22.7%	17.0%	13.7%
营业利润增长率		18.5%	27.6%	11.8%
营业外收入增长率		-49.9%	-59.5%	-33.6%
净利润增长率		9.4%	8.1%	10.9%
扣非利润增长率		7.1%	23.2%	-7.6%

注：为保持口径一致，2019年前三季度研发费用还原计入管理费用

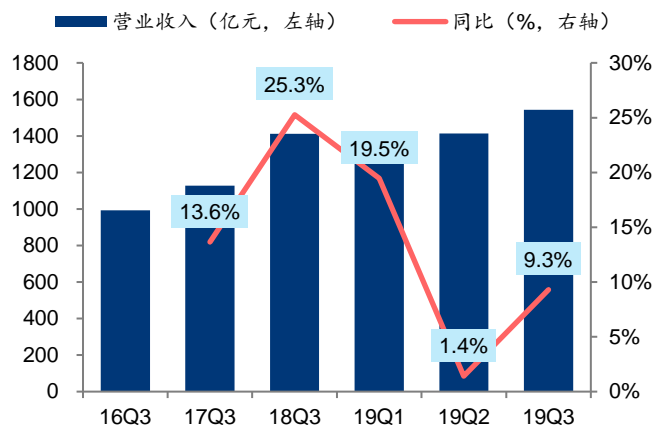
资料来源：Wind、华泰证券研究所

### 单季度分析

从单季度数据来看，19Q3，样本公司的整体收入同比增速为 9.3%，增速同比回落 16 个百分点，增速环比提升 7.9 个百分点。19Q3，样本公司归母净利润同比增速为 -2.4%，增速同比提升 6.4 个百分点，增速环比回落 2.5 个百分点。19Q3，样本公司扣非归母净利润同比增速为 -12.4%，增速同比回落 22.4 个百分点，增速环比回落 2.8 个百分点。

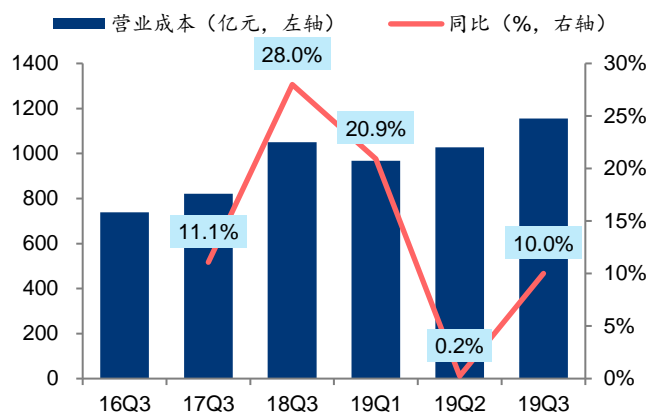
从前三季度各业务指标变化趋势来看，收入增速更多的反映了下游需求景气度，从数据来看，19Q3 好于 19Q2，19Q1 好于 19Q3。从净利润增速来看，19Q3 是前三个季度中，单季度净利润增速最低的。

**图表13: 19Q3 营业收入增长 9.3% (计算机行业)**



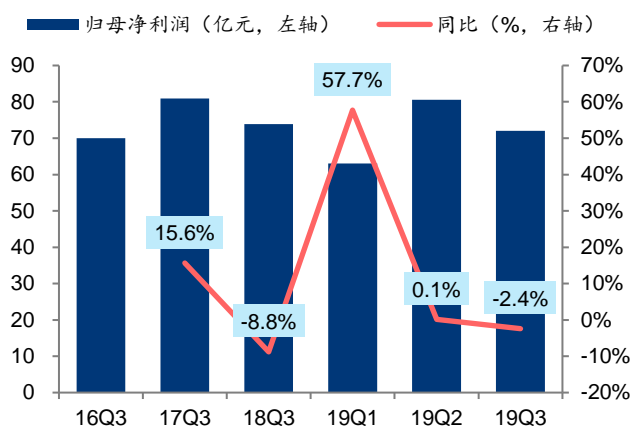
资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表14: 19Q3 营业成本增长 10% (计算机行业)**



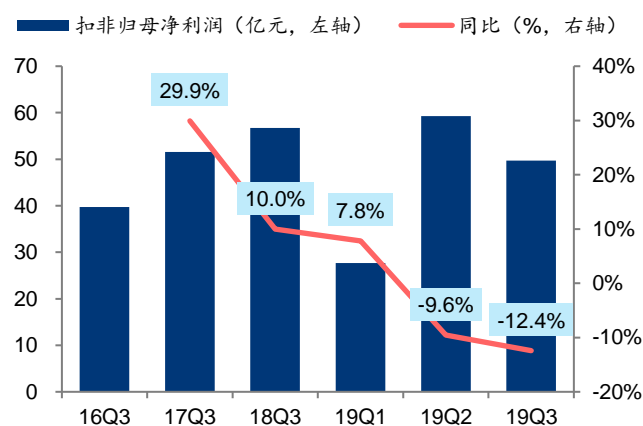
资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表15: 19Q3 归母净利润下降 2.4% (计算机行业)**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表16: 19Q3 扣非归母净利润下降 12.4% (计算机行业)**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表17: 利润表分析 (单季度)

亿元	16Q3	17Q3	18Q3	19Q1	19Q2	19Q3
营业收入	992	1127	1412	1290	1414	1544
营业成本	739	821	1051	967	1027	1156
毛利	253	306	361	323	387	388
税金及附加	3.7	5.4	5.9	5.7	6.4	5.8
销售费用	72	87	97	94	107	107
管理费用	125	147	174	172	190	196
财务费用	4	11	13	14	11	14
营业利润	73	95	93	79	99	93
营业外收入	15	7.3	3.1	1.4	2.1	2.7
利润总额	86	101	95	80	99	94
所得税	12	11	15	14	10	14
归母净利润	70	81	74	63	81	72
非经常损益	30	29	17	35	21	22
扣非净利润	40	52	57	28	59	50
财务指标	16Q3	17Q3	18Q3	19Q1	19Q2	19Q3
毛利率	34.2%	37.3%	34.4%	33.3%	37.7%	33.6%
销售费用率	9.8%	10.6%	9.2%	9.7%	10.4%	9.3%
管理费用率	16.9%	17.9%	16.5%	17.8%	18.5%	17.0%
营业利润率	9.8%	11.6%	8.8%	8.2%	9.7%	8.0%
所得税率	1.2%	1.0%	1.1%	1.1%	0.7%	0.9%
净利润率	7.1%	7.2%	5.2%	4.9%	5.7%	4.7%
<b>营收增长率</b>		<b>13.6%</b>	<b>25.3%</b>	<b>19.5%</b>	<b>1.4%</b>	<b>9.3%</b>
毛利增长率		21.2%	18.0%	15.2%	4.7%	7.3%
销售费用 (同比%)		19.7%	11.6%	11.5%	11.8%	10.9%
管理费用 (同比%)		17.6%	17.9%	19.0%	9.6%	13.1%
营业利润 (同比%)		30.7%	-2.3%	53.2%	1.5%	-0.3%
营业外收入 (同比%)		-50.3%	-57.8%	-46.9%	-41.8%	-13.3%
<b>净利润 (同比%)</b>		<b>15.6%</b>	<b>-8.8%</b>	<b>57.7%</b>	<b>0.1%</b>	<b>-2.4%</b>
<b>扣非净利润 (同比%)</b>		<b>29.9%</b>	<b>10.0%</b>	<b>7.8%</b>	<b>-9.6%</b>	<b>-12.4%</b>

资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 资产负债表分析

19Q1-Q3, 样本公司的应收账款/营业收入的比例为 43.0%, 同比增加 1.3 个百分点。下游客户为政府、医院、电力、银行等行业的公司, 由于其客户结算一般集中在四季度, 应收账款比例较大。

存货/营业收入的比例为 28.2%, 同比增加 0.2 个百分点, 运营效率小幅下降。

预收账款/营业收入比例为 10.6%, 同比提升 0.6 个百分点, 行业内部分公司的云转型或对该指标带来提升。

开发支出/净利润比例为 37.3%, 同比下降 0.5 个百分点。

商誉/净利润的比例为 5.3, 相比去年同期的 5.9, 有明显降低。样本 189 家公司中, 19Q1-Q3, 商誉/净利润比例, 超过 20 的公司有 18 家, 5-20 之间的有 37 家。2018 年年报中, 行业内多家公司对商誉减值进行了计提, 使得整个行业商誉出现降低。

**图表18：资产负债表分析（计算机行业）**

亿元	16Q1-Q3	17Q1-Q3	18Q1-Q3	19Q1-Q3
营业收入	2687	3101	3886	4249
归母净利润	164	180	194	215
货币资金	1094	1248	1196	1361
应收账款	1125	1335	1620	1827
存货	757	872	1088	1197
应付职工薪酬	62	75	102	106
开发支出	43	60	73	80
商誉	689	1099	1151	1135
预收账款	268	333	387	450
比率 (%)	16Q1-Q3	17Q1-Q3	18Q1-Q3	19Q1-Q3
应收账款/营业收入	41.9%	43.1%	41.7%	43.0%
存货/营业收入	28.2%	28.1%	28.0%	28.2%
预收账款/营业收入	10.0%	10.7%	10.0%	10.6%
货币资金/营业收入	40.7%	40.2%	30.8%	32.0%
应付职工薪酬/营业收入	2.3%	2.4%	2.6%	2.5%
开发支出/净利润	26.2%	33.3%	37.8%	37.3%
商誉/净利润	4.2	6.1	5.9	5.3

资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 现金流量表分析

我们对 189 家计算机行业样本公司进行统计，19Q1-Q3 计算机行业公司销售商品、提供劳务获得的现金之和为 4518 亿元，同比增长 11.4%，高于样本公司对应的 9.3% 的收入增速。

经营性净现金流有所好转。19Q1-Q3，经营性现金流流入增速为 12.1%，高于销售商品收到的现金流增速。经营净现金流为 -260 亿元，同比提升 22.8%。行业经营现金流出现明显好转。在 189 家样本公司中，19Q1-Q3 经营性净现金流为正的公司有 54 家，为负的有 135 家。由于计算机行业公司业务回款和收入确认多发生在第四季度，该指标参考价值有限。

投资性净现金流 -175 亿元，同比增加 32.8%，增速低于 2018 年同期水平，表明行业内公司对外投资强度减弱，扩张更为谨慎。

融资性现金流同比减少 67.6%。表明 2019 年前三季度行业融资金额减少，目前行业内公司融资方式中，通过定增方式进行融资的企业并不多，主要与项目周期相对较长有关。大部分企业通过可转债或者配股的方式进行融资。



图表19: 现金流量表分析 (计算机行业)

亿元	16Q1-Q3	17Q1-Q3	18Q1-Q3	19Q1-Q3
销售商品, 提供劳务获得现金	2780	3269	4057	4518
收到的税费返还	32	37	51	48
收到其他与经营活动有关的现金	126	233	263	330
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>2939</b>	<b>3541</b>	<b>4374</b>	<b>4903</b>
购买商品、接受劳务支付现金	2184	2602	3289	3602
支付给职工以及为职工支付现金	473	609	682	806
支付的各项税费	155	194	202	201
支付其他与经营活动有关现金	305	395	512	552
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>3118</b>	<b>3824</b>	<b>4711</b>	<b>5163</b>
<b>经营性现金流</b>	<b>-180</b>	<b>-283</b>	<b>-337</b>	<b>-260</b>
收回投资收到的现金	768	1088	1311	1337
投资活动现金流入小计	938	1496	1714	1702
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金	152	165	195	184
投资活动现金流出小计	1516	1915	1974	1877
<b>投资性现金流</b>	<b>-578</b>	<b>-418</b>	<b>-260</b>	<b>-175</b>
筹资活动现金流入小计	1303	1219	1149	1188
筹资活动现金流出小计	688	896	1045	1154
<b>融资性现金流</b>	<b>616</b>	<b>323</b>	<b>103</b>	<b>33</b>
<b>(%)</b>				
销售商品, 提供劳务获得的现金变化		17.6%	24.1%	11.4%
经营活动现金流入变化		20.5%	23.5%	12.1%
购买商品、接受劳务支付现金变化		19.1%	26.4%	9.5%
支付给职工以及为职工支付现金变化		28.8%	11.9%	18.3%
经营活动现金流出变化		22.6%	23.2%	9.6%
经营性现金流变化		-57.7%	-18.9%	22.8%
投资性现金流变化		27.7%	37.8%	32.8%
融资性现金流变化		-47.5%	-68.0%	-67.6%

资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表20: 现金流量表分析 (计算机行业)

亿元	16Q3	17Q3	18Q3	19Q1	19Q2	19Q3
销售商品, 提供劳务获得现金	1041	1221	1557	1334	1497	1687
收到的税费返还	5	7	6	8	4	6
收到其他与经营活动有关的现金	50	117	87	133	87	110
经营活动现金流入小计	1100	1354	1665	1485	1601	1817
购买商品、接受劳务支付现金	757	921	1178	1170	1158	1274
支付给职工以及为职工支付现金	157	193	212	304	252	250
经营活动现金流出小计	1076	1335	1634	1762	1641	1760
经营性净现金流	24	19	32	-278	-40	57
投资活动现金流入小计	339	513	506	635	502	565
投资活动现金流出小计	469	583	624	735	449	693
投资性净现金流	-129	-70	-118	-100	53	-128
筹资活动现金流入小计	292	378	354	370	444	374
筹资活动现金流出小计	245	319	347	344	471	339
融资性净现金流	47	60	7	26	-27	35
(%)	16Q3	17Q3	18Q3	19Q1	19Q2	19Q3
销售商品, 提供劳务获得现金变化		17.3%	27.5%	98.5%	-2.4%	8.3%
经营活动现金流入变化		23.1%	23.0%	18.9%	9.6%	9.1%
购买商品、接受劳务支付现金变化		21.7%	27.9%	11.5%	9.0%	8.2%
支付给职工及为职工支付现金变化		23.4%	9.9%	19.8%	16.9%	17.8%
经营活动现金流出变化		51.1%	-1.3%	12.4%	18.2%	11.6%
经营性现金流变化		-24.4%	-7.1%	13.1%	18.2%	-11.0%
投资性现金流变化		45.8%	-68.5%	-12.7%	200.4%	-8.6%
融资性现金流变化		28.3%	-87.6%	-45.6%	-156.7%	366.4%

资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 分层分析

为了分析计算机行业不同收入体量的企业相对竞争力变化以及业绩的边际变化，我们对样本公司进行了分层分析。

**分层标准：**2019Q1-Q3 收入体量

**分层样本：**189 家样本公司

**分层类型：**收入 30 亿元以上，10-30 亿元，5-10 亿元，5 亿元以下四组样本

通过不同体量的公司样本，我们可以看出，前三季度收入端，大体量（30 亿元以上样本组）增长较为稳健，小体量（5 亿元以下样本组）增速较高。扣非净利润方面，处于中间层的两个样本组前三季度下降幅度较大。单看第三季度，小体量公司收入增速最高，大体量公司扣非净利润增速最高。收入规模在 5-10 亿元体量的公司，扣非净利润边际变化最大，由去年的增长 3.8% 到下滑 56%。

图表21： 分层分析（计算机行业）

	收入增速			扣非净利润增速		
	17Q1-Q3	18Q1-Q3	19Q1-Q3	17Q1-Q3	18Q1-Q3	19Q1-Q3
30 亿元以上	13.7%	28.8%	9.2%	-13.3%	57.1%	4.7%
10-30 亿元	21.7%	24.3%	9.9%	9.4%	8.9%	-11.0%
5-10 亿元	23.7%	10.8%	8.0%	33.3%	5.6%	-43.8%
5 亿元以下	4.8%	11.2%	11.5%	75.0%	-1.5%	11.3%
	17Q3	18Q3	19Q3	17Q3	18Q3	19Q3
30 亿元以上	10.6%	29.3%	9.4%	24.5%	29.1%	7.4%
10-30 亿元	24.3%	23.6%	8.6%	8.3%	-1.2%	-18.0%
5-10 亿元	22.1%	6.4%	9.2%	48.5%	3.8%	-56.0%
5 亿元以下	4.7%	12.7%	11.1%	-	5.6%	3.2%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

如果我们细看这其中的细节变化情况：

- 1) 10-30 亿元之间的样本组，扣非净利润增速在 19Q1-Q3 有所下降，主要还是来自于二三四五、合众思壮、飞利信等净利润增速的变化。从下降原因来看，主要是受政策和下游需求景气度影响。其中，二三四五受互联网金融监管趋严政策影响较大，合众思壮下游客户主要为政府和军队，飞利信下游客户主要为政府，前三季度此类客户开支减少，影响公司需求。
- 2) 5-10 亿元之间的样本，扣非净利润下降幅度较大。这主要是与几家公司下游需求减弱，经营出现困难相关，包括东方网力面临安防投入减少的情况，索菱股份面临下游汽车行业需求不振的问题等。
- 3) 5 亿元以下的样本公司，是以上四类分组样本中，收入和扣非净利润增速最快的一组，当然这其中可能包括基数相对较小的原因。主要原因是部分公司下游需求回暖比较明显或者继续加速，典型的包括：博思软件受益于财税领域无纸化办公推广，佳发教育受益于标准化考场设备更新和新高考建设，中孚信息受益于保密产品需求提振等。

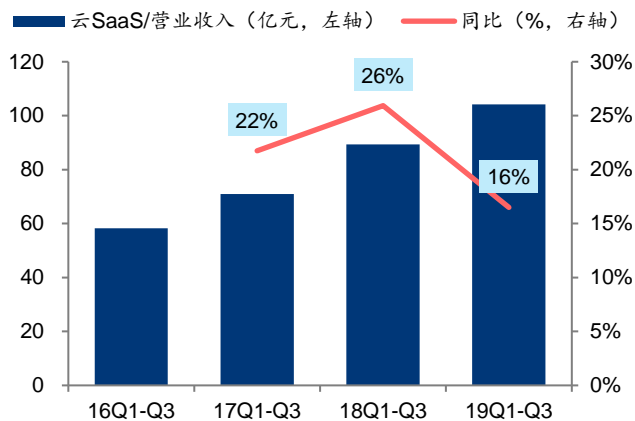
## 细分领域分析

为了对计算机各细分领域的下游需求进行分析，我们将计算机行业中有板块效应的几个细分领域进行了分析统计。来对比分析各主要分析领域 19Q1-Q3 的增速变化情况。

### (1) 云计算

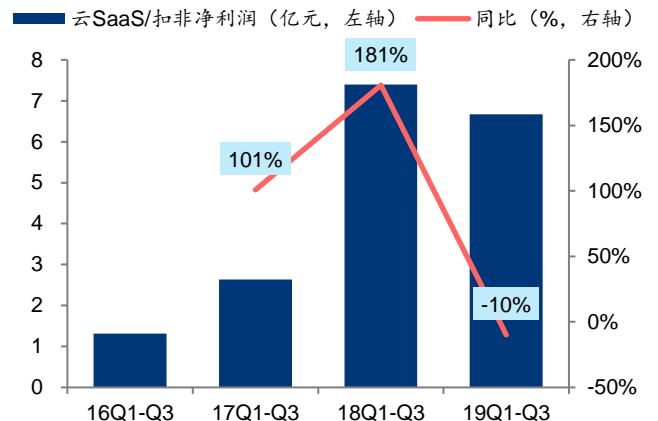
云 SaaS 领域，软件公司的云 SaaS 转型逐步落地，几家云龙头公司的云收入继续保持快速增长。虽然利润端下滑较为明显，但这也是软件公司云转型必须经历的阶段。我们认为，我们在云转型过程中，应更关注云收入占比的提升和收入端整体增速的变化。

图表22：前三季度营业收入增长 16%（云 SaaS）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表23：前三季度扣非净利润下滑 10%（云 SaaS）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

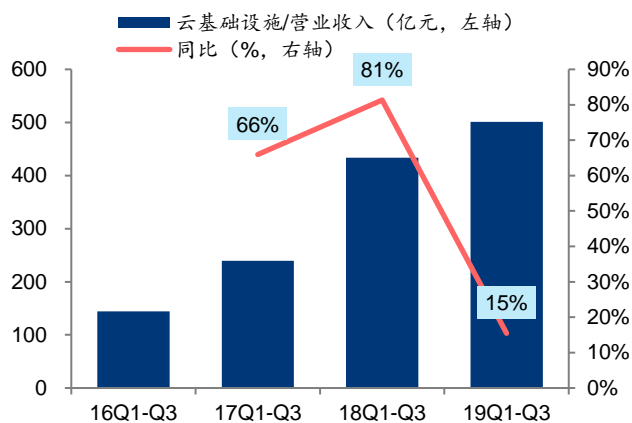
图表24：云 SaaS 相关公司业绩

百万元	收入				扣非净利润			
	16Q1-Q3	17Q1-Q3	18Q1-Q3	19Q1-Q3	16Q1-Q3	17Q1-Q3	18Q1-Q3	19Q1-Q3
用友网络	2633	3276	4548	5009	-377	-318	127	174
同比 (%)		24%	39%	10%		16%	140%	37%
广联达	1257	1409	1778	2183	225	275	269	128
同比 (%)		12%	26%	23%		23%	-2%	-52%
石基信息	1647	1965	1991	2437	255	268	294	313
同比 (%)		19%	1%	22%		5%	10%	7%
泛微网络	293	448	622	785	29	38	49	52
同比 (%)		53%	39%	26%		32%	28%	5%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

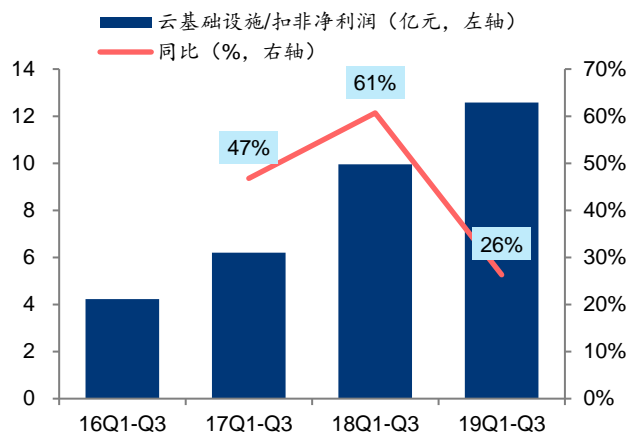
从云基础设施板块来看，收入增速回落较为明显，这主要是还受云厂商 Capex 支出周期的影响。2019Q2 部分 CSP（云供应商）的资本支出下降趋势有所减缓。我们认为，经历了 2017、2018 年云计算基础设施的高速投入期，2019 年云基建投资放缓，从已公布的阿里云资本开支计划来看，2020 年云厂商的资本支出投入加大，云计算基础设施供应商在未来几个季度或将逐步迎来向上的拐点。

图表25: 前三季度营业收入增长 15% (云基础设施)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表26: 前三季度扣非净利润增长 26% (云基础设施)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表27: 云 SaaS 相关公司业绩

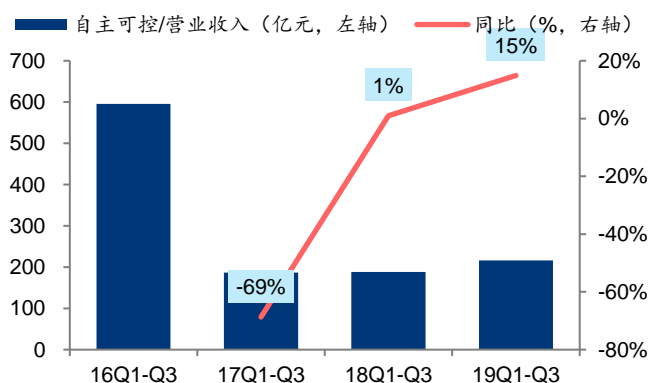
百万元	收入				净利润			
	16Q1-Q3	17Q1-Q3	18Q1-Q3	19Q1-Q3	16Q1-Q3	17Q1-Q3	18Q1-Q3	19Q1-Q3
浪潮信息	8919	16581	33596	38230	139	181	341	469
同比 (%)		86%	103%	14%		31%	88%	37%
宝信软件	2562	3189	3836	4519	198	303	476	590
同比 (%)		24%	20%	18%		53%	57%	24%
数据港	291	366	493	557	56	76	94	87
同比 (%)		26%	35%	13%		35%	24%	-8%
中科曙光	2647	3789	5458	6781	29	60	84	113
同比 (%)		43%	44%	24%		106%	40%	34%

资料来源: Wind、华泰证券研究所

## (2) 自主可控

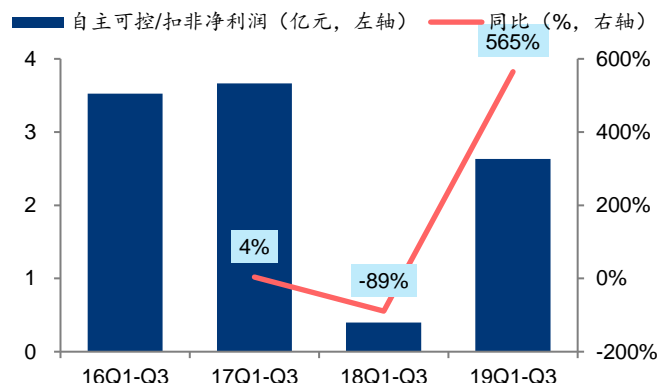
19Q1-Q3 自主可控板块, 收入端保持了一定增长, 增速与去年相比有所提升; 扣非净利润增速提升明显。如果仔细研究样本公司, 我们会发现, 19Q1-Q3 扣非净利润的改善主要来自于中国长城、东方通、中孚信息、北信源等公司利润的增长。自主可控板块, 是 2019 年计算机行业边际变化比较大的一个板块。在内部和外部环境下, 政府机关和企业有望逐步加快对国产品牌产品的采购和使用。这个过程中, 我们可以从 IT 基础架构和生态的角度来跟踪和判断相关落地情况。

图表28: 前三季度营业收入增长 15% (自主可控板块)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表29: 前三季度扣非净利润增长 565% (自主可控板块)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表30: 云 SaaS 相关公司业绩

百万元	收入				扣非净利润			
	16Q1-Q3	17Q1-Q3	18Q1-Q3	19Q1-Q3	16Q1-Q3	17Q1-Q3	18Q1-Q3	19Q1-Q3
中国软件	2439	2967	2541	3146	-166	-221	-254	-253
同比 (%)		22%	-14%	24%		-33%	-15%	1%
中国长城	49180	6578	6271	7150	154	237	-69	100
同比 (%)		-87%	-5%	14%		54%	129%	245%
东方通	201	190	192	252	41	36	20	34
同比 (%)		-6%	1%	32%		-13%	-43%	69%
同有科技	275	215	313	237	62	12	19	3
同比 (%)		-22%	45%	-24%		-81%	61%	-87%
中孚信息	121	141	175	303	0	6	-13	12
同比 (%)		17%	24%	73%			331%	192%
北信源	225	280	305	521	22	24	15	53
同比 (%)		25%	9%	71%		7%	-35%	241%
华东电脑	3917	4460	4955	5189	190	223	251	255
同比 (%)		14%	11%	5%		17%	13%	1%
太极股份	2986	3618	3884	4584	48	50	70	60
同比 (%)		21%	7%	18%		5%	38%	-14%

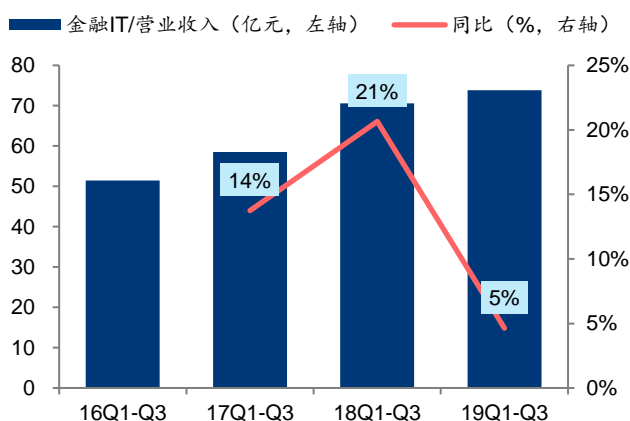
资料来源: Wind、华泰证券研究所

### (3) 证券 IT

19Q1-Q3 证券 IT 板块营收同比增长 5%，扣非净利润增长明显，同比增长 27%。我们认为科创板的推出为证券 IT 板块公司创造增量需求带来行业景气度提升，同时，市场交易活跃度的提升也为证券 IT 公司提供了高景气的下游需求。

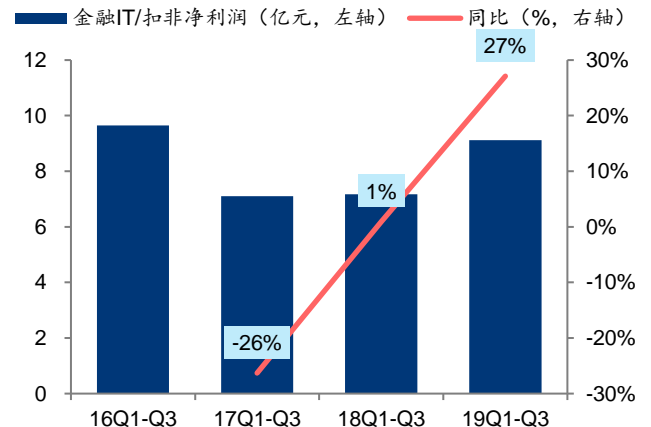
如果观察细分板块的公司数据，我们会发现，行业的分化逐步明显。龙头公司的业绩更加稳健，行业小体量公司增长有些乏力，行业分化逐步体现。

图表31: 前三季度营业收入增长 5% (证券 IT)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表32: 前三季度扣非净利润增长 27% (证券 IT)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表33：金融IT相关公司业绩

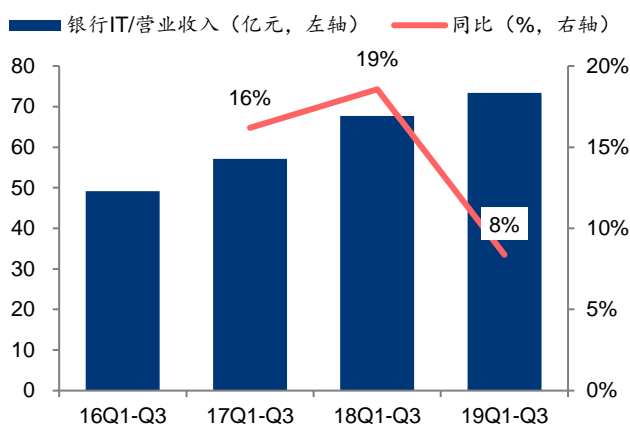
百万元	收入				净利润			
	16Q1-Q3	17Q1-Q3	18Q1-Q3	19Q1-Q3	16Q1-Q3	17Q1-Q3	18Q1-Q3	19Q1-Q3
恒生电子	1337	1651	1963	2297	167	170	233	317
同比 (%)		23%	19%	17%		2%	37%	36%
金证股份	2283	2767	3542	3170	86	16	31	-20
同比 (%)		21%	28%	-11%		-81%	91%	-163%
赢时胜	229	313	473	548	30	78	112	120
同比 (%)		37%	51%	16%		161%	43%	7%
顶点软件	96	130	167	211	0	31	38	45
同比 (%)		36%	28%	26%			24%	19%
同花顺	1195	986	910	1156	682	416	304	450
同比 (%)		-17%	-8%	27%		-39%	-27%	48%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

#### (4) 银行IT

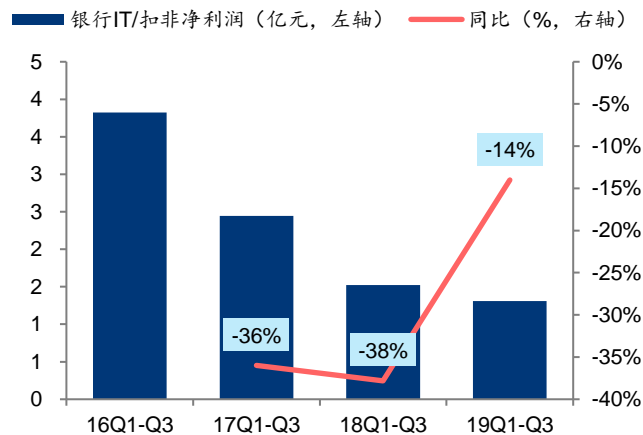
从2019年前三季度数据来看，银行IT板块的下游需求出现回落。如果我们去看各家公司的收入增速变化，行业内分化也比较明显。具备核心软件产品系统的公司，其竞争优势逐步扩大，不具备核心产品优势的公司，其下游需求面临一定压力。另外，从海外银行IT公司发展来看，依靠核心优势产品，拓展海外市场，是该领域公司突破自身成长瓶颈的主要方式。

图表34：前三季度营业收入同比增长8%（银行IT）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表35：前三季度扣非净利润下滑14%（银行IT）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表36：金融IT相关公司业绩

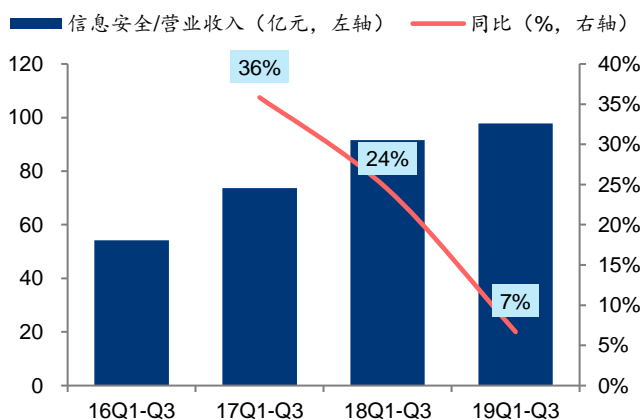
百万元	收入				扣非净利润			
	16Q1-Q3	17Q1-Q3	18Q1-Q3	19Q1-Q3	16Q1-Q3	17Q1-Q3	18Q1-Q3	19Q1-Q3
长亮科技	359	508	620	734	33	22	19	20
同比 (%)		42%	22%	18%		-33%	-15%	4%
四方精创	236	331	322	328	41	53	52	51
同比 (%)		40%	-3%	2%		29%	-1%	-2%
科蓝软件	248	289	314	474		-63	-65	-64
同比 (%)		17%	9%	51%			-4%	3%
润和软件	895	1081	1524	1647	73	114	172	153
同比 (%)		21%	41%	8%		56%	51%	-11%
宇信科技	0	884	1,063	1,543	0	30	66	83
同比 (%)			20%	45%			120%	24%
高伟达	596	839	1027	1072	12	9	24	54
同比 (%)		41%	22%	4%		-25%	174%	126%
银之杰	648	793	981	844	47	27	0	-19
同比 (%)		22%	24%	-14%		-43%	-100%	-46653%
信雅达	811	829	824	898	76	10	-78	-17
同比 (%)		2%	-1%	9%		-87%	-880%	78%
安硕信息	273	305	336	385	7	-1	10	16
同比 (%)		12%	10%	15%		-115%	-1134%	55%
中科金财	849	734	823	955	94	74	18	-64
同比 (%)		-13%	12%	16%		-21%	-75%	-448%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

### (5) 信息安全

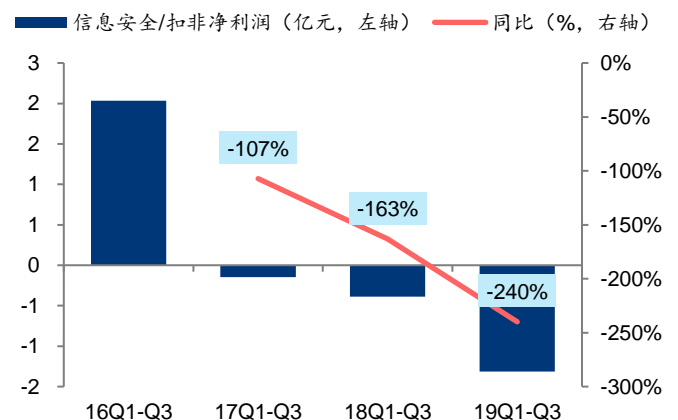
受益于等保 2.0 的出台，2019 年前三季度信息安全板块的下游需求逐步回暖，虽然从板块整体数据来看，收入和利润增速出现回落，但如果我们把行业内公司分开来看，分化也比较明显。多家公司的业绩增速出现触底反弹。信息安全从传统需求特点来看，主要来自于政策驱动和事件驱动。另外，值得关注的是，信息安全行业市场竞争格局的变化。360 企业安全的加入，为给行业未来发展带来格局演变的不确定性。同时，自主可控背景下，信息安全需求景气度有望提升。

图表37：前三季度营业收入同比增长 7%（信息安全）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表38：前三季度扣非净利润同比减少 240%（信息安全）



资料来源：Wind、华泰证券研究所



图表39：信息安全相关公司业绩

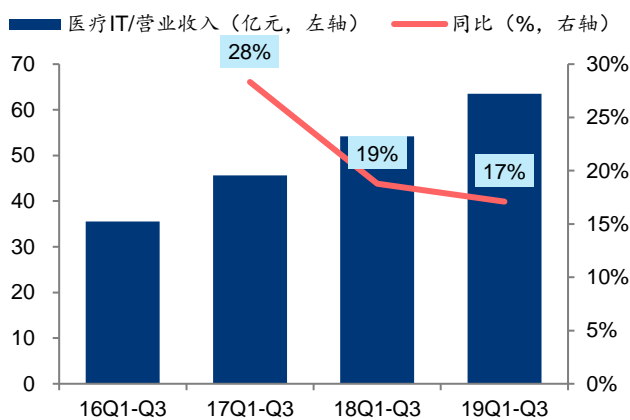
百万元	收入				扣非净利润			
	16Q1-Q3	17Q1-Q3	18Q1-Q3	19Q1-Q3	16Q1-Q3	17Q1-Q3	18Q1-Q3	19Q1-Q3
启明星辰	1023	1176	1302	1583	38	28	23	78
同比 (%)		15%	11%	22%		-27%	-17%	239%
绿盟科技	515	533	665	866	1	-86	-71	-24
同比 (%)		3%	25%	30%			18%	65%
深信服	0	1,553	2,063	2,792	0	0	273	248
同比 (%)			33%	35%				-9%
北信源	225	280	305	521	22	24	15	53
同比 (%)		25%	9%	71%		7%	-35%	241%
任子行	378	650	844	635	65	75	77	10
同比 (%)		72%	30%	-25%		15%	3%	-87%
南洋股份	1871	3101	4282	4266	60	7	4	-133
同比 (%)		66%	38%	0%		-88%	-44%	-3436%
美亚柏科	444	592	724	863	39	55	28	-48
同比 (%)		33%	22%	19%		42%	-49%	-271%
卫士通	967	1033	1042	1043	-22	-117	-116	-66
同比 (%)		7%	1%	0%		-441%	1%	43%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

### (6) 医疗 IT

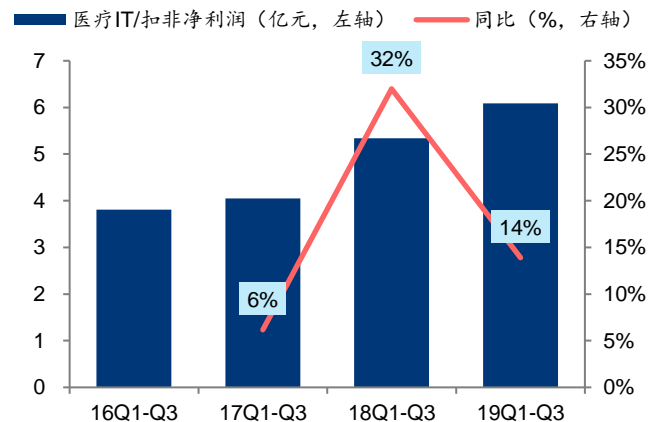
医疗 IT 板块前三季度收入同比增长 17%，扣非净利润同比增长 14%。收入和扣非净利润增速均相比 2018 年前三季度有所回落。下游景气度提升使龙头厂商更为受益，卫宁健康 19Q3 净利润增速创下近五年来新高，创业慧康 Q3 收入同比增速提升，18Q3 收入同比增速仅为 3.61%。创业慧康第三季度 20.35% 的收入增速也相比 Q2 有所提升。由于订单执行周期造成的时间错配，19Q3 开始，去年电子病历政策红利正逐渐开始在收入增速上有所体现，未来收入增速仍有望提升。由于二级医院数量众多，且电子病历基础较差，在电子病历建设潮中增量需求最为明显。重点推荐下游主要为二级医院的卫宁健康、创业慧康。2020 年省、市级医保 IT 建设有望启动，重点推荐医保 IT 建设优势厂商久远银海。

图表40：前三季度营业收入同比增长 17%（医疗 IT）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表41：前三季度扣非净利润同比增长 14%（医疗 IT）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表42： 医疗 IT 相关公司业绩

百万元	收入				扣非净利润			
	16Q1-Q3	17Q1-Q3	18Q1-Q3	19Q1-Q3	16Q1-Q3	17Q1-Q3	18Q1-Q3	19Q1-Q3
卫宁健康	584	689	925	1198	107	129	173	236
同比 (%)		18%	34%	29%		20%	34%	37%
创业慧康	325	759	800	943	17	66	99	135
同比 (%)		134%	5%	18%		299%	49%	37%
和仁科技	158	175	231	293	30	18	22	29
同比 (%)		11%	32%	27%		-40%	25%	28%
思创医惠	687	737	879	1,068	96	94	97	108
同比 (%)		7%	19%	21%		-2%	4%	11%
久远银海	267	352	421	495	30	44	52	80
同比 (%)		32%	20%	18%		46%	19%	52%
麦迪科技	146	167	160	178	20	24	7	4
同比 (%)		14%	-4%	11%		19%	-72%	-43%
万达信息	1110	1373	1568	1659	94	87	107	27
同比 (%)		24%	14%	6%		-7%	23%	-75%
易联众	282	312	438	516	-12	-56	-23	-9
同比 (%)		11%	40%	18%		-351%	59%	59%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 总结

通过以上的分析，我们认为：

1、2019年前三季度，计算机行业的整体下游需求并不是特别好。这在一定程度上，受到宏观经济的一些影响。计算机行业属于后周期行业，与宏观经济有一定的相关性。但同时我们也应该注意到，计算机行业的细分领域的下游需求，有其特定的行业特点和需求属性，针对特定领域，我们需要研究其行业特定的需求逻辑。

2、2019年前三季度，下游需求比较稳健的细分领域主要包括：云计算、自主可控、医疗IT等板块。我们认为，这几个领域的下游需求或将继续维持。同时，值得关注另一个现象是，同一细分领域的公司，分化更加明显。

3、分层分析。对于大体量（30亿收入以上）和小体量（5亿收入以下）公司竞争力和业绩边际变化情况，也是我们研究的重点。通过前三季度业绩表现，我们发现，大体量公司仍然保持了稳定的业绩增速。中型公司的业绩增速回落明显，小体量公司反而出现明显的边际改善。而在去年我们看到的情况是，小体量公司的业绩在出现边际明显恶化。这也说明，2019年一些小体量公司可能会存在一定边际改善的可能性，或与教育、医疗、金融等下游需求回暖有关。

4、计算机行业的现金流一直不是很好，这主要是与行业内的上市公司基本主要是2B和2G的公司，产品竞争力一般，议价能力较弱。体现在财务指标方面，就是应收账款金额较大。2019年前三季度应收账款/收入的比例同比有所增加。而另一方面，预收款/收入比例有所增加，商誉有所减少。

### 5、投资建议

- (1) 云计算处于加速落地状态，标的包括：广联达、石基信息、用友网络、泛微网络。
- (2) 5G相关领域，包括应用设备和应用场景，标的：浪潮信息、宝信软件、中新赛克、中科创达、四维图新。
- (3) 自主可控领域，标的包括：太极股份、北信源、中孚信息等。
- (4) 金融IT，在金融政策逐步边际放松大背景下，金融创新力度有望逐步加大，下游需求有望逐步释放。相关标的：恒生电子、东方财富、同花顺、长亮科技。
- (5) 医疗IT，政策奠定未来几年医疗下游需求确定性。相关标的：卫宁健康、创业慧康、久远银海、思创医慧、和仁科技等。
- (6) 信息安全，相关标的包括：绿盟科技、深信服、启明星辰、卫士通等。
- (7) 人工智能领域，标的包括：科大讯飞、海康威视、千方科技等。

## 风险提示

宏观经济整体下行的风险，宏观经济整体下行影响计算机软硬件行业下游需求；

金融去杠杆带来的信用紧缩风险，金融去杠杆和信用紧缩将提升行业融资成本，影响经营效率和利润率；

中美贸易摩擦不确定性带来的风险，中美贸易摩擦或导致核心零部件进口和产品出口，影响行业发展。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com