

# 业绩增速下滑，重点关注云计算、自主可控

## ——计算机行业 2019 年三季度业绩综述

分析师： 王洪磊

SAC NO: S1150516070001

2019 年 11 月 5 日

### 证券分析师

 王洪磊  
 022-28451975  
 wanghl@bhq.com

### 助理分析师

 张源  
 SAC No: S1150118080012  
 zhangyuan3337@bhq.com

### 子行业评级

软件	买入
硬件	中性
IT 服务	中性

### 重点品种推荐

用友网络	增持
广联达	增持
恒生电子	增持
科大讯飞	增持
华宇软件	买入
浪潮信息	增持
中国软件	增持

### 投资要点:

1) 业绩层面。2019 年三季度，行业营收及利润增速有所放缓，整体业绩增速略有下降。从毛利率及净利率水平看，毛利率下滑 1.31 个百分点至 37.45%，净利率下滑 0.31 个百分点至 7.99%，行业盈利能力有所下滑。从费用情况看，受研发支出加大、人员工资增加等多重因素影响，期间费用率较去年同期上升 0.66pct。从营运及现金流情况看，应收账款周转率有所上升，经营性现金流与营业收入的比值小幅上涨，行业内公司营运情况和现金流情况有所好转。

2) 估值层面。截至 2019 年 11 月 4 日，计算机行业(中信)估值(整体法，TTM)为 124.12 倍，相对于沪深 300 的估值溢价率为 928.56%，估值及估值溢价率均较年初明显上升。2014 年 1 月至 2019 年 9 月 3 日期间，计算机行业的 PE 均值为 74.26，标准差为 27.93。计算机行业的 PE 在 2019 年 1 月份触底之后，开始大幅反弹，目前计算机行业的估值水平已经超过均值+标准差上限，这是自 2016 年 1 月以来行业估值首次超过标准差上限。我们认为，如果接下来市场行情持续低迷，计算机行业的估值或将面临调整。但是，对于行业内部分景气度较高的细分行业，如云计算、自主可控、网络安全、工业互联网、金融科技等板块，仍存在较大的投资机会。

3) 基金持仓方面。据我们统计，以基金为代表的机构投资者对 SW 计算机的持仓比重从 2015 年持续走低后在 2018 年开始实现反弹，随后处于相对平稳的状态。截至 2019 年 9 月 30 日，基金对 SW 计算机行业的持仓市值比重环比小幅下降 0.79pct，为 4.42%，行业标准配置比重为 3.69%，超配比率为 0.73%，超配比率进一步下降。

4) 投资建议方面。在经济增速换挡，经济结构转型升级的大背景下，企业已经从粗放式投资的增长模式逐步走向精细化运营的增长模式。在此背景下，企业信息化建设成为刚需。我们认为，2B 的信息化消费时代已经来临，看好计算机行业的相关投资机会。在当前中美贸易摩擦叠加企业信息化需求加速的背景下，我们认为国产自主创新的 IT 企业将大有潜力。板块方面，建议积极关注云计算、人工智能、工业互联网、金融科技、自主可控、网络安全板块，股票池推荐用友网络(600588)、广联达(002410)、恒生电子(600570)、科大讯飞(002230)、华宇软件(300271)、浪潮信息(000977)、中国软件(600536)。

风险提示：宏观经济风险；公司业绩不及预期；技术落地不及预期。

## 目 录

1. 2019 年中报业绩符合预期.....	4
1.1 营收及利润增速符合预期，行业内分化仍旧明显.....	4
1.2 毛利率、净利率小幅下滑，期间费用率略微上涨.....	5
1.3 营运及现金流情况基本稳定.....	6
2. 从业人数持续增长，为行业发展带来后续动力.....	7
3. 基金持仓总体保持稳定，但估值仍存调整空间.....	8
3.1 基金持仓环比小幅下降，总体保持稳定.....	8
3.2 估值存在调整空间.....	9
4. 投资策略.....	10

## 图 目 录

图 1: 2016-2019 年 H1 计算机行业营收增速	4
图 2: 2016-2019 年 H1 计算机行业归母净利润增速	4
图 3: 2019H1 行业内营收增速区间	5
图 4: 2019H1 行业内归母净利润增速区间	5
图 5: 2016-2019H1 计算机行业毛利率	5
图 6: 2016-2019H1 计算机行业净利率	5
图 7: 2016-2019H1 计算机行业期间费用率情况	6
图 8: 2016-2019H1 计算机及子行业销售费用率	6
图 9: 2016-2019H1 计算机及子行业管理费用率	6
图 10: 2016-2019 年 H1 计算机行业应收账款周转率	7
图 11: 2016-2019 年 H1 计算机行业经营现金流净额/营业收入	7
图 12: 2016-2019H1 计算机预收账款及增速	7
图 13: 2014H1-2019H1 计算机行业员工数量情况	8
图 14: 2013H1-2019H1 计算机行业员工薪酬情况	8
图 15: 基金对 SW 计算机行业的持仓比重	8
图 16: 计算机行业估值及估值溢价率	9
图 17: 计算机行业 2014 年以来估值区间	10

## 表 目 录

表 1: 2019 年 H1 计算机板块业绩增速	4
--------------------------	---

## 1. 2019 年三季度报业绩略有下降

### 1.1 业绩增速略有下降，行业内分化仍旧明显

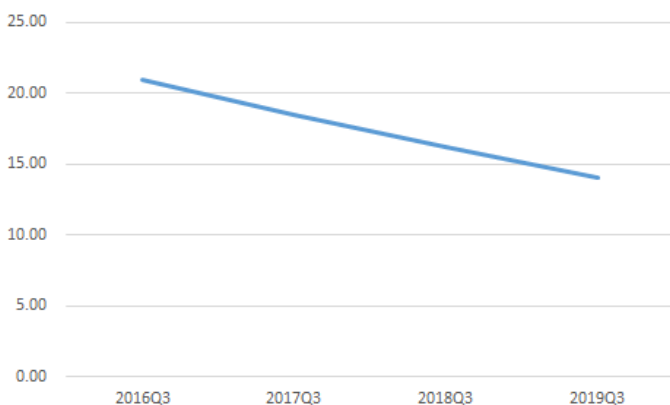
2019 年前三季度，计算机行业业绩情况符合预期。营业收入、营业利润和归母净利润增速中位数分别为 14.05%、10.28%和 8.78%，业绩呈下滑趋势。我们认为，行业业绩增速逐步下滑的主要原因是宏观经济不景气，下游需求不足导致 IT 投入下降所致，加之几年前的并购重组逐步完成业绩对赌，业绩变脸等因素也拖累了行业的业绩表现。

表 1: 2019 年三季度报计算机板块业绩增速

板块名称	营业收入同比增长率(%)	营业利润同比增长率(%)	归母净利润同比增长率(%)
全部 A 股	6.25	5.75	5.47
沪深 300	15.26	12.03	10.86
中小企业板	5.46	4.62	5.08
创业板	8.39	6.46	6.37
BH 计算机	14.05	10.28	8.78

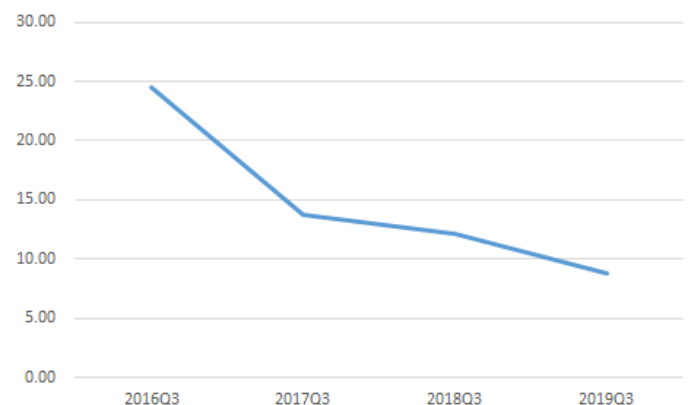
资料来源: Wind 渤海证券

图 1: 2016-2019 年三季度计算机行业营收增速



资料来源: wind 渤海证券

图 2: 2016-2019 年三季度计算机行业归母净利润增速

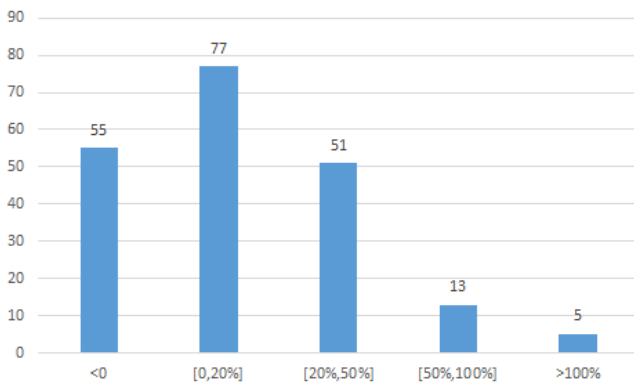


资料来源: wind 渤海证券

从行业内公司营收及归母净利润增速区间统计情况看，归母净利润增速的区间分布更为分散。1) **营收增速**。行业内营收增速超过 50% 的公司数量为 18 家，增速同比下滑的公司数量为 55 家，其余公司营收增速主要落在 [0,20%] 和 [20%,50%]

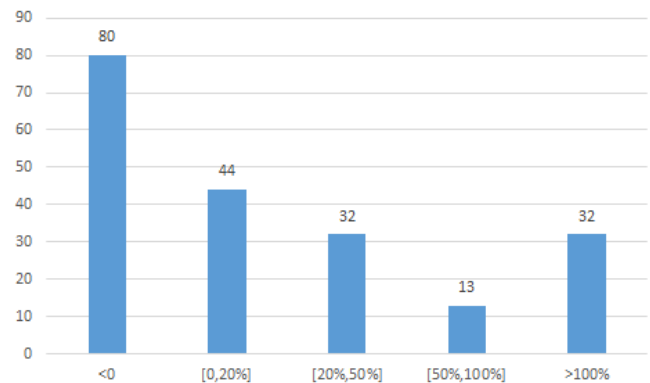
区间内，分别为 77 家和 51 家；2) **归母净利润增速**。行业内归母净利润增速超过 50% 的公司数量为 45 家，增速同比下滑的公司数量为 80 家，其余公司归母净利润增速主要落在 [0,20%] 和 [20%,50%] 区间内，分别为 44 家和 32 家。从统计情况看，营业收入及利润增速情况整体较半年度有所下滑。

图 3：2019 前三季度行业内营收增速区间



资料来源：wind 渤海证券

图 4：2019 前三季度行业内归母净利润增速区间

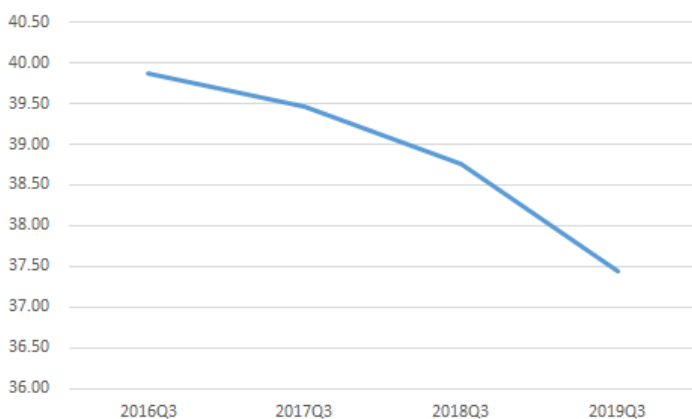


资料来源：wind 渤海证券

## 1.2 毛利率、净利率小幅下滑，期间费用率略微上涨

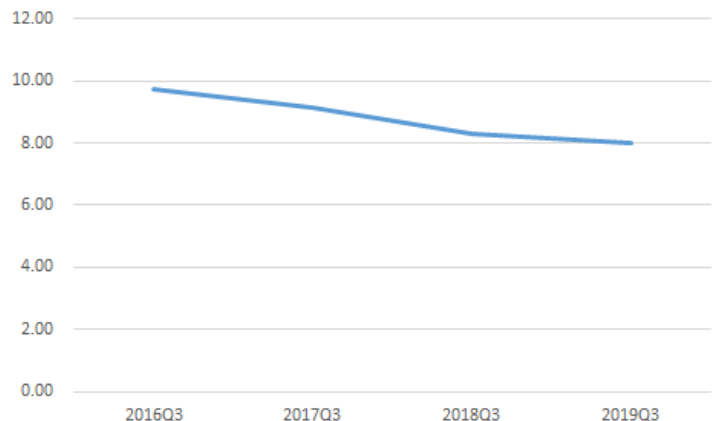
从毛利率和净利率情况看，2019 年前三季度行业毛利率下滑 1.31 个百分点至 37.45%，净利率下滑 0.31 个百分点至 7.99%，行业盈利能力有所下滑。

图 5：2016-2019 前三季度计算机行业毛利率



资料来源：wind 渤海证券

图 6：2016-2019 前三季度计算机行业净利率

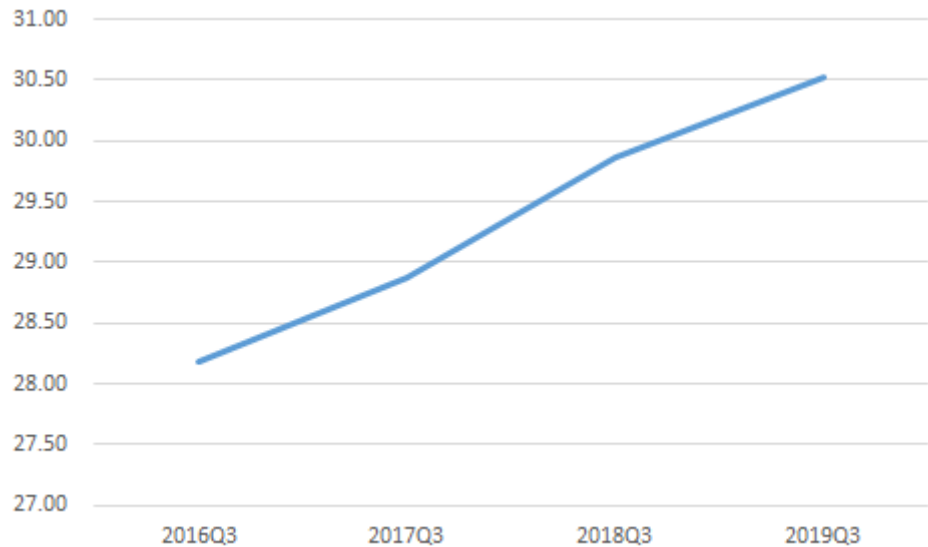


资料来源：wind 渤海证券

费用率方面，2019 年前三季度，行业期间费用率较 2018 年同期上涨 0.66pct 至 30.53%。其中，销售费用率、管理费用率均小幅下滑。判断主要系人员工资上涨、销售投入增加、研发投入等增加所致。行业的科技属性势必要求企业加大研发投入

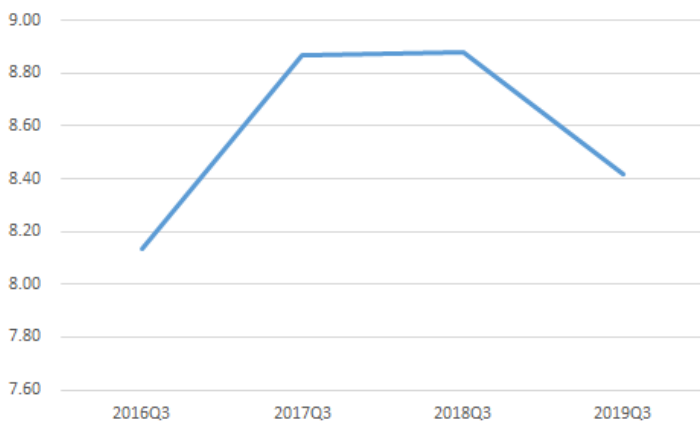
入，且研发投入具有刚性，预计行业内公司的费用率将继续维持高位。

图 7: 2016-2019 前三季度计算机行业期间费用率情况



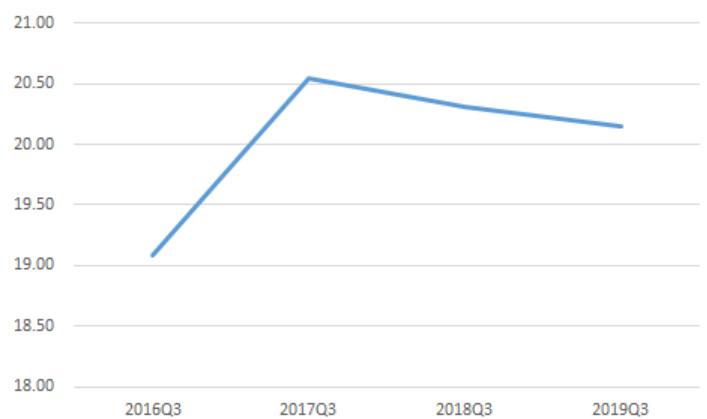
资料来源: wind 渤海证券

图 8: 2016-2019 前三季度计算机及子行业销售费用率



资料来源: wind 渤海证券

图 9: 2016-2019 前三季度计算机及子行业管理费用率



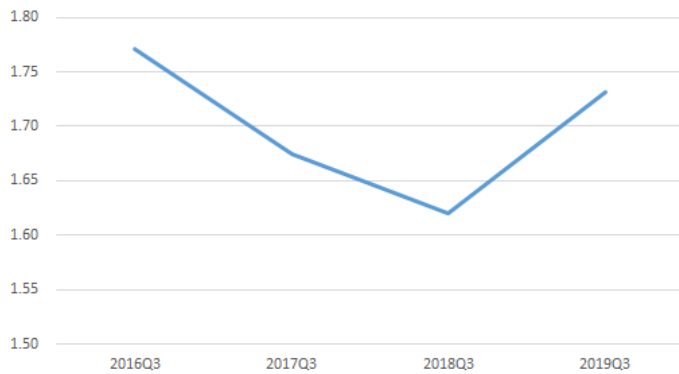
资料来源: wind 渤海证券

### 1.3 营运及现金流情况改善

2019 年前三季度，计算机行业应收账款周转率同比有所上升，由去年同期的 1.62 次上涨到 1.73 次。经营性现金流/营业收入方面，2019 年前三季度为 100.4%，较去年同期下降 0.07pct，基本持平。从行业内公司应收账款周转率和现金流情况看，行业内公司在业绩增长受阻、宏观经济不景气的背景下，均加大了销售回

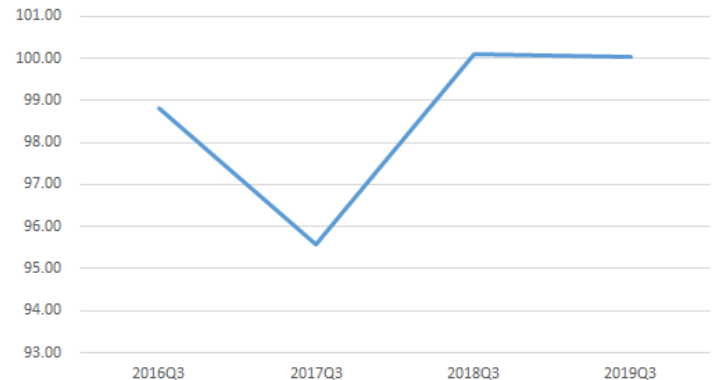
款的力度，回款力度增加有利于企业在经济下行周期下健康发展。

图 10: 2016-2019 年前三季度计算机行业应收账款周转率



资料来源: wind 渤海证券

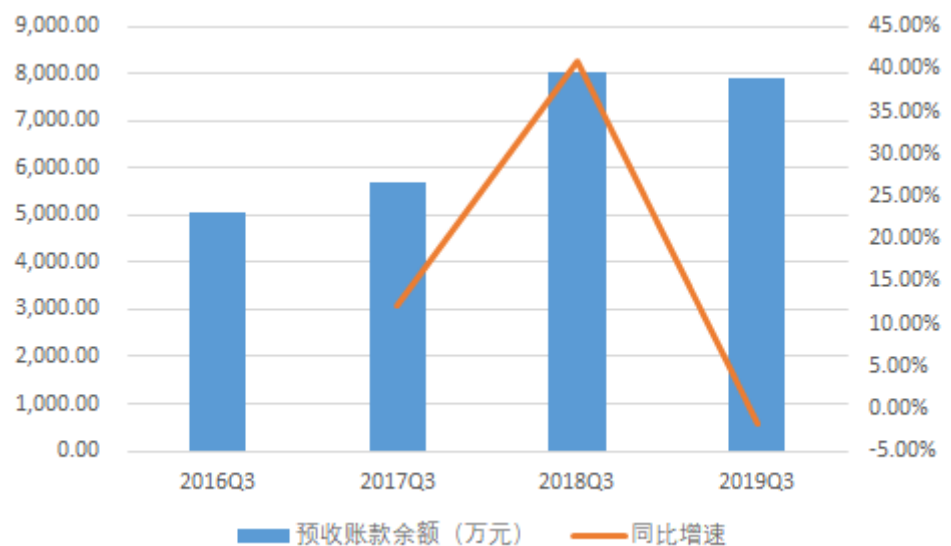
图 11: 2016-2019 年前三季度计算机行业经营现金流/营业收入



资料来源: wind 渤海证券

从行业的预收账款情况看，2019 年前三季度行业预收账款中位数为 7885.85 万元，同比下降 1.69%。我们认为，虽然行业预收账款中位数同比有所下滑，但规模基本与去年同期基本持平，且考虑到行业整体预收账款规模较去年同期增加 14.22%，判断全年行业预收账款仍将维持增长。

图 12: 2016-2019 前三季度计算机预收账款中位数及增速



资料来源: wind 渤海证券

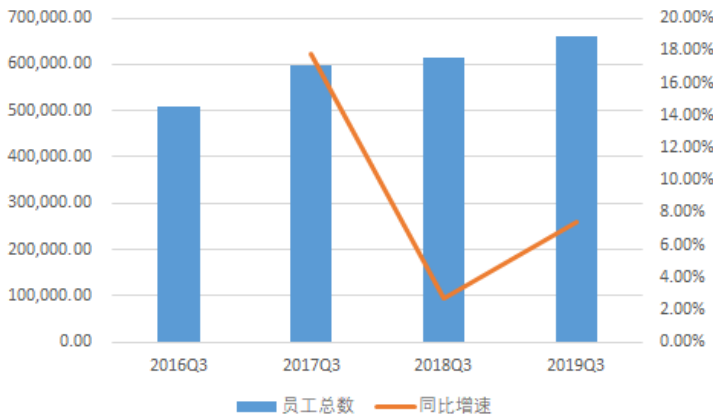
## 2. 从业人数持续增长，成本压力略增

从上市公司雇佣的员工数量来看，我们选取的 201 家上市公司在 2019 年前三季度的员工总数为 65.95 万人，同比增长 7.39%，仍保持较高增速。以支付给职工



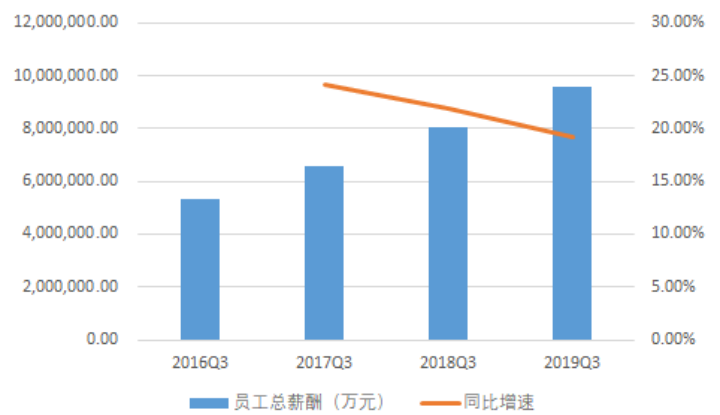
以及为职工支付的现金为代表的员工薪酬情况看,2019 年前三季度计算机行业支付给职工以及为职工支付的现金总和为 957.58 亿元,同比增长 19.24%。增速较上年同期略有下降,但仍保持了较快的增长,计算机行业人力成本上升依旧明显,行业内公司成本及费用压力略有增加。

图 13: 2016-2019 前三季度计算机行业员工数量情况



资料来源: wind 渤海证券

图 14: 2016-2019 前三季度计算机行业员工薪酬情况



资料来源: wind 渤海证券

### 3. 基金持仓总体保持稳定, 估值仍存调整空间

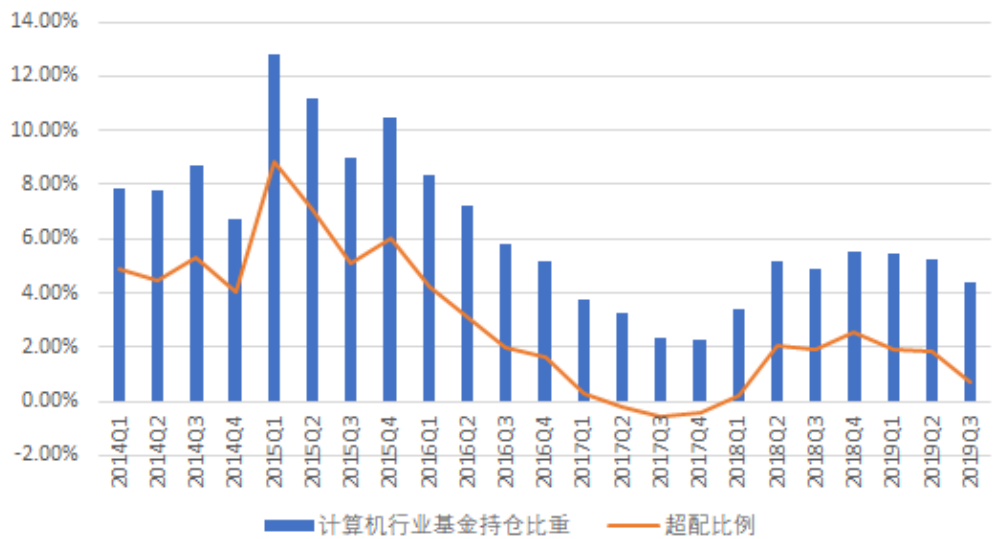
#### 3.1 基金持仓环比小幅下降, 总体保持稳定

据我们统计,以基金为代表的机构投资者对 SW 计算机的持仓比重从 2015 年持续走低后在 2018 年开始实现反弹,随后处于相对平稳的状态。截至 2019 年 9 月 30 日,基金对 SW 计算机行业的持仓市值比重环比小幅下降 0.79pct,为 4.42%,行业标准配置比重为 3.69%,超配比率为 0.73%,超配比率进一步下降。

我们认为,目前多方面因素如云计算、工业互联网、人工智能、自主可控等概念及国家政策红利将会继续推动行业的关注度和参与度提升。结合历史持仓情况来看,后续仍有加仓空间,但目前行业估值较高,存在较为明显的回调压力,因此估值层面的影响对机构后续加仓造成一定阻碍。预计随着估值消化,未来机构将逐步进行加仓。

图 15: 基金对 SW 计算机行业的持仓比重



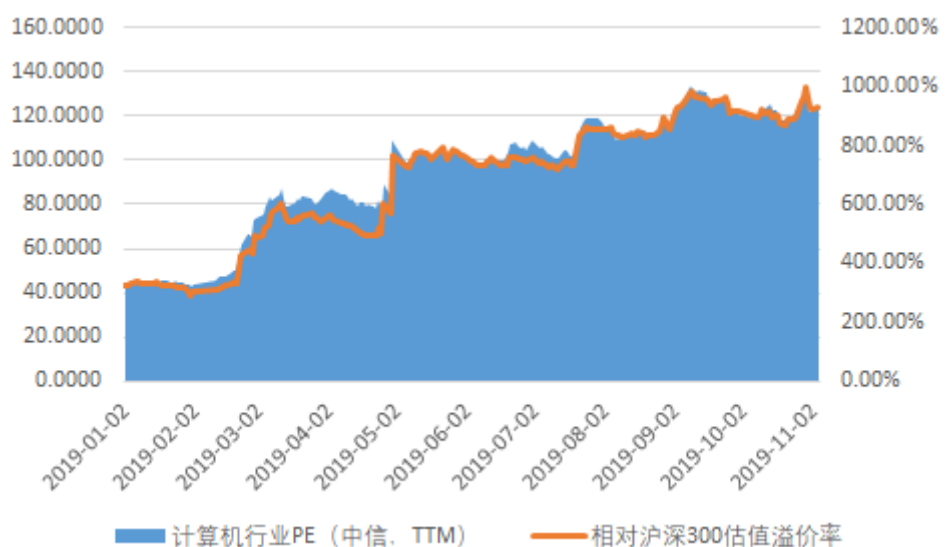


资料来源: Wind 渤海证券

### 3.2 估值存在调整空间

截至 2019 年 11 月 4 日, 计算机行业 (中信) 估值 (整体法, TTM) 为 124.12 倍, 相对于沪深 300 的估值溢价率为 928.56%, 估值及估值溢价率均较年初明显上升。

图 16: 计算机行业估值及估值溢价率

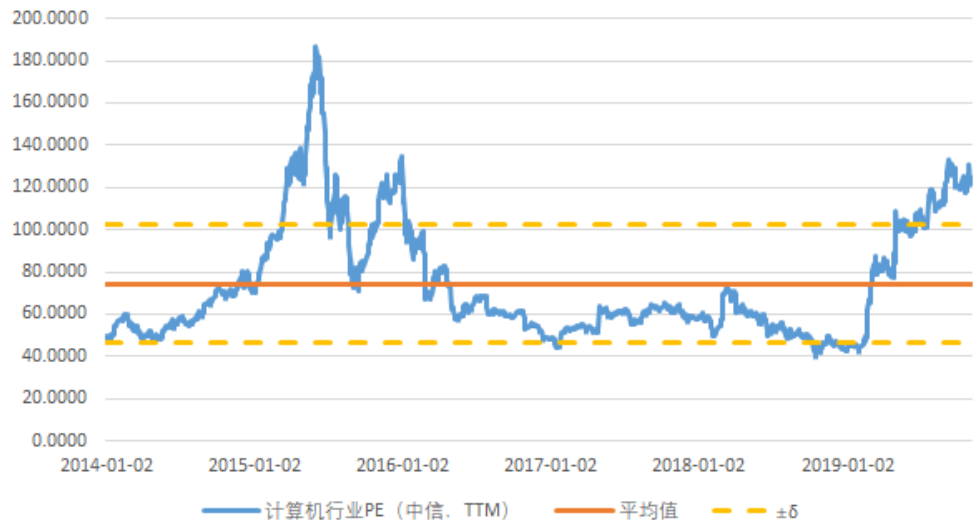


资料来源: wind 渤海证券

2014 年 1 月至 2019 年 9 月 3 日期间, 计算机行业的 PE 均值为 74.26, 标准差为 27.93。计算机行业的 PE 在 2019 年 1 月份触底之后, 开始大幅反弹, 目前计

计算机行业的估值水平已经超过均值+标准差上限,这是自 2016 年 1 月以来行业估值首次超过标准差上限。我们认为,如果接下来市场行情持续低迷,计算机行业的估值或将面临调整。但是,对于行业内部分景气度较高的细分行业,如云计算、自主可控、网络安全、工业互联网、金融科技等板块,仍存在较大的投资机会。

图 17: 计算机行业 2014 年以来估值区间



资料来源: wind 渤海证券

## 4. 投资策略

1) 业绩层面。2019 年三季报,行业营收及利润增速有所放缓,整体业绩增速略有下降。从毛利率及净利率水平看,毛利率下滑 1.31 个百分点至 37.45%,净利率下滑 0.31 个百分点至 7.99%,行业盈利能力有所下滑。从费用情况看,受研发支出加大、人员工资增加等多重因素影响,期间费用率较去年同期上升 0.66pct。从营运及现金流情况看,应收账款周转率有所上升,经营性现金流与营业收入的比值小幅上涨,行业内公司营运情况和现金流情况有所好转。

2) 估值层面。截至 2019 年 11 月 4 日,计算机行业(中信)估值(整体法, TTM)为 124.12 倍,相对于沪深 300 的估值溢价率为 928.56%,估值及估值溢价率均较年初明显上升。2014 年 1 月至 2019 年 9 月 3 日期间,计算机行业的 PE 均值为 74.26,标准差为 27.93。计算机行业的 PE 在 2019 年 1 月份触底之后,开始大幅反弹,目前计算机行业的估值水平已经超过均值+标准差上限,这是自 2016 年 1 月以来行业估值首次超过标准差上限。我们认为,如果接下来市场行情持续低迷,计算机行业的估值或将面临调整。但是,对于行业内部分景气度较高的细分行业,如云计算、自主可控、网络安全、工业互联网、金融科技等板块,仍存

在较大的投资机会。

3) 基金持仓方面。据我们统计,以基金为代表的机构投资者对 SW 计算机的持仓比重从 2015 年持续走低后在 2018 年开始实现反弹,随后处于相对平稳的状态。截至 2019 年 9 月 30 日,基金对 SW 计算机行业的持仓市值比重环比小幅下降 0.79pct,为 4.42%,行业标准配置比重为 3.69%,超配比率为 0.73%,超配比率进一步下降。

4) 投资建议方面。在经济增速换挡,经济结构转型升级的大背景下,企业已经从粗放式投资的增长模式逐步走向精细化运营的增长模式。在此背景下,企业信息化建设成为刚需。我们认为,2B 的信息化消费时代已经来临,看好计算机行业的相关投资机会。在当前中美贸易摩擦叠加企业信息化需求加速的背景下,我们认为国产自主创新的 IT 企业将大有潜力。板块方面,建议积极关注云计算、人工智能、工业互联网、金融科技、自主可控、网络安全板块,股票池推荐用友网络(600588)、广联达(002410)、恒生电子(600570)、科大讯飞(002230)、华宇软件(300271)、浪潮信息(000977)、中国软件(600536)。

风险提示:宏观经济风险;公司业绩不及预期;技术落地不及预期。

**投资评级说明**

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

**免责声明：**本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责声明

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究

张继袖  
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健  
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

王洪磊 (部门经理)  
+86 22 2845 1975  
张源  
+86 22 2383 9067  
王磊  
+86 22 2845 1802

汽车行业研究小组

郑连声  
+86 22 2845 1904  
陈兰芳  
+86 22 2383 9069

食品饮料行业研究

刘瑀  
+86 22 2386 1670

电力设备与新能源行业研究

张冬明  
+86 22 2845 1857  
刘秀峰  
+86 10 6810 4658  
滕飞  
+86 10 6810 4686

医药行业研究小组

徐勇  
+86 10 6810 4602  
甘英健  
+86 22 2383 9063  
陈晨  
+86 22 2383 9062

通信行业研究小组

徐勇  
+86 10 6810 4602

公用事业行业研究

刘蕾  
+86 10 6810 4662

餐饮旅游行业研究

刘瑀  
+86 22 2386 1670  
杨旭  
+86 22 2845 1879

非银金融行业研究

洪程程  
+86 10 6810 4609

中小盘行业研究

徐中华  
+86 10 6810 4898

机械行业研究

张冬明  
+86 22 2845 1857

传媒行业研究

姚磊  
+86 22 2383 9065

固定收益研究

崔健  
+86 22 2845 1618  
夏捷  
+86 22 2386 1355  
朱林宁  
+86 22 2387 3123

金融工程研究

宋昶  
+86 22 2845 1131  
张世良  
+86 22 2383 9061

金融工程研究

祝涛  
+86 22 2845 1653  
郝惊  
+86 22 2386 1600

流动性、战略研究&部门经理

周喜  
+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威  
+86 22 2386 1608  
严佩佩  
+86 22 2383 9070

宏观研究

宋亦威  
+86 22 2386 1608  
孟凡迪  
+86 22 2383 9071

博士后工作站

张佳佳 资产配置  
+86 22 2383 9072  
张一帆 公用事业、信用评级  
+86 22 2383 9073

综合管理&部门经理

齐艳莉  
+86 22 2845 1625

机构销售•投资顾问

朱艳君  
+86 22 2845 1995  
刘璐

合规管理&部门经理

任宪功  
+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华  
+86 10 6810 4651

## 渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: [www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)