

计算机

行业分析

计算机三季报业绩下滑、估值高位

投资要点

◆ **数据摘要：**2019年1-9月份中信计算机行业收入增长33.06%，高于归母净利润10.52%的增速，毛利率下降5.1个百分点；第三季度则明显回落，收入同比环比增速均超过80%，但净利润增速同比、环比分别下滑28.32%、50.27%；显示期间费用、成本端压力增加。经营性现金流为-276.7亿元。

◆ **行情回顾及估值：**自年初到10月底，中信计算机行业涨幅为40.93%，超过沪深300指数11.83个点。其中领涨的子行业是操作系统国产化、去IOE、金融科技、区块链、智能交通等。当前整体PE-TTM达到124倍，而年初时的估值是40倍出头，目前估值水平已经是历史次高点附近，考虑到收入和业绩增速逐步放缓；另外，由于CPI有上行趋势，流动性大幅释放的概率较低。因此，我们下调行业评级至“同步大市-B”。

◆ **投资建议：**计算机行业变化非常快，技术日新月异，只有具备强大的研发实力和资金实力的龙头企业其份额才有可能越来越高。考虑到国产化进程加快，自主可控、云计算等仍然是主旋律。我们建议关注有持续研发实力的子行业龙头公司，像恒生电子、用友网络、宝信软件、东华软件、同花顺等具备实力的公司，其研发投入和收入占比、盈利能力都是领先的，最有可能分享我国产业化过程带来的业绩增长。另外建议关注市场关注度不高的公司，如社保卡及衍生系统的德生科技、国内内存数据库唯一供应商的科蓝软件等。

◆ **风险提示：**宏观经济低于预期；公司业绩大幅低于预期；研发投入产出低于预期等。

 投资评级 **同步大市-B 下调**

首选股票		评级
600570	恒生电子	买入-A
600588	用友网络	增持-A
600845	宝信软件	买入-B
002065	东华软件	买入-A
300033	同花顺	买入-A

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.74	6.22	10.42
绝对收益	3.20	16.30	33.84

分析师

谭志勇

SAC 执业证书编号：S0910515050002

tanzhiyong@huajinsc.cn

021-20377198

报告联系人

陈南荣

chennanrong@huajinsc.cn

相关报告

计算机：区块链将作为我国自主创新的核心技术突破口 2019-10-29

计算机：以5G为锚，以研发为驱动力，寻找创新企业 2019-03-25

计算机：增值税率调整对计算机行业的影响分析 2019-03-08

计算机：5G和金融信息化迎来新的成长期 2019-02-25

计算机：医疗信息化再迎利好，财税改革孕育服务蓝海 2018-12-10

内容目录

一、	2019 年三季度业绩增速放缓	3
(一)	整体业绩增速下降	3
(二)	成本、费用压力增加	3
(三)	子行业分化	5
二、	整体估值处于高位	6
三、	投资策略	6
四、	风险提示	7

图表目录

图 1:	计算机行业营业收入同比 (截止到 2019.9.30, 下同)	3
图 2:	计算机行业归母净利润增速	3
图 3:	计算机毛利率	3
图 4:	计算机净利率	3
图 5:	营运能力趋势性下降	4
图 6:	期间费用率平稳	4
图 7:	收益质量下降	4
图 8:	投入资本回报率下降	4
图 9:	2010-2019 年三季度研发投入 CAGR=34.8%	5
图 10:	2019 年三季度计算机子行业数据摘要 (同比、环比)	5
图 11:	中信计算机 PE-TTM, 从年初以来估值大幅提高	6

未找到图形项目表。

一、2019 年三季度业绩增速放缓

(一) 整体业绩增速下降

2019 年前三季度中信计算机行业收入、毛利和归母净利润增速分别为 33.06%、10.85%、10.52%，利润增速低于收入增速；毛利率下滑 5.1 个百分点，净利率下滑 1.05 个百分点。第三季度收入、毛利环比增长 81.72%、4.76%，但归母净利润环比下滑 50.27%，毛利率、净利率环比分别降 13.9、6.72 个百分点。

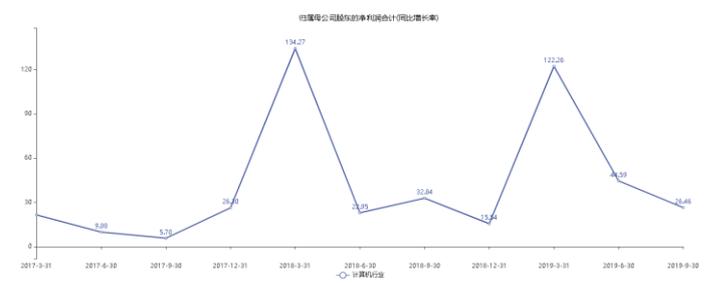
业绩下滑的原因跟宏观经济不景气导致下游客户 IT 资本支出下降有关，上市公司盈利能力也下降，毛利率走低。前三季度我国 GDP 增速逐季放缓，CPI 有走高的趋势，在这个背景下，企业的盈利受到影响。上市公司是中国经济很好的样本。前三季度沪深两市上市公司的毛利率为 9.69%，相比中期 9.9% 下滑了约 0.2 个百分点；收入增速也从中期的 9.35% 下降到三季度的 8.58%。

图 1：计算机行业营业收入同比（截止到 2019.9.30，下同）



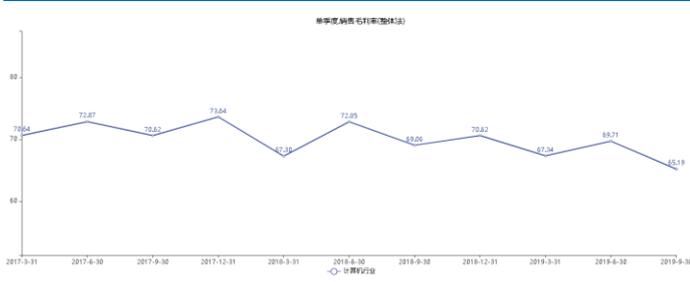
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：计算机行业归母净利润增速



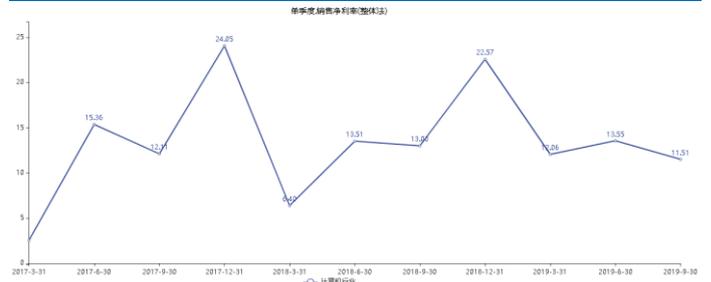
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：计算机毛利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：计算机净利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

(二) 成本、费用压力增加

我们对比 2014 年以来，计算机行业运营能力趋势性下降。存货周转率、应收账款周转率、总资产周转率下降，期间费用率相对平稳，收益质量有所下降，非经常性损益占比有提高，投入资本回报率逐年下降，显示盈利能力下降，竞争激烈。

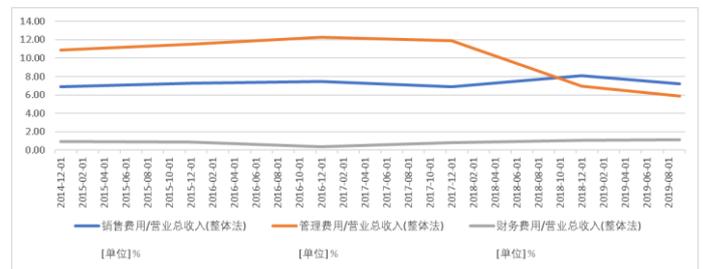
值得庆幸的是，自 2010 年以来，计算机上市公司持续的研发投入年复合增幅达到 34.8%，预计 2019 年完整年度相对 2010 年的 CAGR 达到 35%，三季度研发投入为 493.96 亿元，而扣非净利润为 32.44 亿元，强大的研发投入，产生的业绩有望在后面释放。在知识产权越来越重要的当下，我们需要更多的关注持续研发投入、并且能顺利转化为市场欢迎的产品的公司。

图 5：营运能力趋势性下降



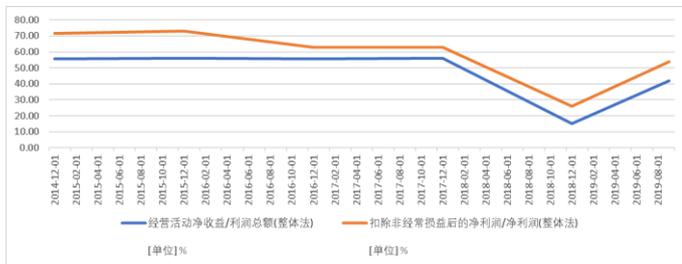
资料来源: wind, 华金证券研究所

图 6：期间费用率平稳



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 7：收益质量下降



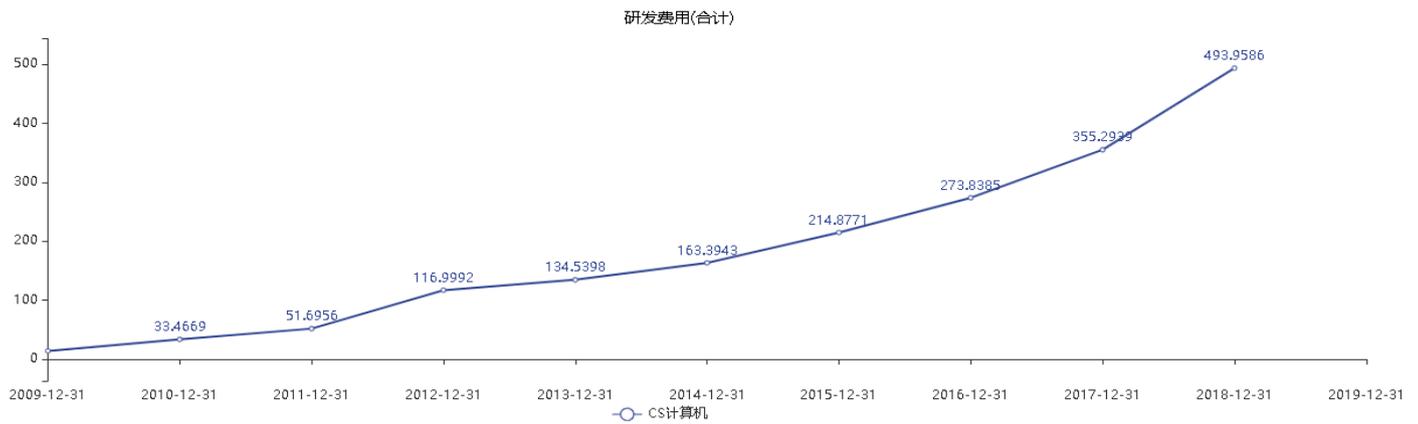
资料来源: wind, 华金证券研究所

图 8：投入资本回报率下降



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 9：2010-2019 年三季度研发投入 CAGR=34.8%



资料来源: Wind, 华金证券研究所

(三) 子行业分化

整体上看计算机行业盈利能力趋势性下降, 从子行业看, 出现明显的分化。按收入、毛利率同比均增长的子行业有工业互联网、人工智能和智能家居。其中工业互联网收入增速最快, 达到 226.68%, 毛利率提高了 10.66 个百分点, 净利润提高了 391.42%。其中跟计算机相关的标的有用友网络、鼎捷软件、卫士通、启明信息等。人工智能将是未来很长时间的主题, 也是我国政策大力支持的产业之一。人工智能更多的在应用端, 如新零售、智能教育、智能安防、智慧医疗、智能金融、无人驾驶等。

图 10：2019 年三季度计算机子行业数据摘要（同比、环比）

简称	报告期同比					单季度同比					单季度环比				
	收入	毛利	净利润	毛利率	净利率	收入	毛利	净利润	毛利率	净利率	收入	毛利	净利润	毛利率	净利率
智慧医疗指数	-72.41%	-58.84%	-71.74%	11.65%	0.18%	-64.79%	-47.96%	-47.45%	11.59%	3.02%	109.61%	86.89%	80.02%	-4.36%	-1.50%
金融科技指数	-54.83%	-20.95%	-24.86%	11.45%	2.65%	-54.09%	-23.95%	-29.42%	9.86%	2.12%	13.45%	3.17%	-0.92%	-2.48%	-0.88%
工业互联网指数	226.68%	516.22%	391.42%	10.66%	2.03%	60.67%	276.38%	158.52%	13.15%	2.27%	43.78%	48.50%	37.64%	0.73%	-0.27%
智能交通指数	-0.31%	13.62%	29.99%	4.94%	3.63%	-15.84%	10.55%	50.69%	11.23%	10.52%	-22.54%	-4.20%	38.87%	9.01%	10.54%
基因检测指数	-1.07%	9.85%	21.39%	4.86%	2.50%	0.50%	6.80%	23.11%	2.88%	2.28%	-0.73%	-5.54%	-21.28%	-2.49%	-3.25%
知识产权指数	-5.66%	6.43%	-22.21%	3.65%	-1.38%	-6.09%	4.85%	-32.63%	3.23%	-2.02%	-2.38%	-9.71%	-36.33%	-2.52%	-2.73%
人工智能指数	23.89%	34.64%	58.89%	2.79%	2.97%	38.14%	64.85%	122.23%	5.96%	6.75%	38.12%	46.09%	139.74%	2.01%	7.56%
云计算指数	-13.29%	-3.08%	605.75%	2.49%	3.97%	-31.14%	-15.34%	38.37%	4.32%	2.84%	9.80%	1.94%	64.78%	-1.79%	1.89%
移动支付指数	-9.65%	-1.03%	33.53%	2.26%	2.40%	-0.74%	4.69%	-18.37%	1.32%	-2.04%	14.46%	15.49%	113.51%	0.22%	4.37%
IPv6指数	7.41%	17.23%	-287.93%	2.10%	6.06%	6.65%	5.36%	50.94%	-0.28%	1.66%	8.55%	-2.63%	130.08%	-2.67%	2.99%
自主可控指数	18.51%	26.42%	-288.81%	1.72%	6.64%	24.99%	20.01%	128.11%	-1.05%	2.59%	16.35%	1.26%	97.87%	-3.78%	2.36%
智能家居指数	27.10%	35.66%	178.15%	1.69%	4.25%	24.08%	26.75%	152.84%	0.54%	4.24%	-2.88%	-9.61%	-5.00%	-1.92%	-0.19%
移动互联网指数	73.61%	84.14%	-660.31%	1.21%	3.68%	69.12%	64.90%	54.17%	-0.50%	-0.27%	9.02%	-1.69%	1.02%	-2.14%	-0.22%
物联网指数	4.84%	8.74%	653.62%	0.89%	4.23%	0.98%	3.13%	143.01%	0.51%	3.76%	-1.38%	-3.02%	62.61%	-0.41%	2.53%
国产化创新指数	1.97%	5.17%	7.08%	0.71%	0.31%	4.64%	2.01%	8.26%	-0.58%	0.23%	4.18%	-2.36%	1.96%	-1.51%	-0.15%
征信指数	18.35%	18.63%	58.96%	0.22%	3.61%	17.48%	17.34%	46.96%	-0.11%	2.41%	-1.62%	-2.91%	-38.89%	-1.26%	-7.33%
智能物流指数	6.97%	9.30%	79.82%	0.12%	0.64%	14.84%	4.33%	-28.00%	-0.48%	-0.60%	-7.41%	-23.36%	-56.75%	-0.98%	-1.15%
操作系统国产化指数	17.51%	16.74%	36.95%	-0.12%	0.23%	-11.91%	-15.57%	-32.60%	-0.75%	-0.59%	13.69%	8.29%	742.46%	-0.87%	1.66%
数字中国指数	13.67%	12.42%	56.15%	-0.31%	2.24%	14.20%	8.54%	35.23%	-1.37%	1.35%	11.42%	3.93%	10.48%	-1.89%	-0.07%
无人驾驶指数	5.80%	3.90%	-37.64%	-0.33%	-1.45%	-1.94%	-5.46%	-8.42%	-0.65%	-0.17%	-2.38%	-9.86%	22.42%	-1.45%	0.48%
互联网金融指数	1.12%	-3.33%	2.54%	-0.70%	0.06%	-7.17%	-15.49%	976.04%	-1.42%	7.70%	-12.00%	-11.66%	218.19%	0.06%	6.10%
大数据指数	-12.97%	-17.29%	-17.39%	-1.11%	-0.22%	-12.79%	-16.50%	-8.62%	-0.91%	0.18%	33.81%	19.63%	21.42%	-2.42%	-0.41%
智慧停车指数	7.84%	3.02%	6.82%	-1.20%	-0.08%	17.12%	18.91%	9.19%	0.42%	-0.71%	14.81%	16.61%	-4.62%	0.43%	-2.00%
区块链指数	168.84%	153.98%	124.40%	-1.25%	-1.15%	212.85%	171.50%	150.47%	-3.10%	-1.11%	-29.43%	-33.68%	-51.24%	-1.31%	-2.00%
网络安全指数	6.18%	0.86%	76.62%	-1.42%	3.32%	15.08%	7.00%	27.31%	-1.91%	0.59%	24.72%	13.98%	-40.44%	-2.38%	-6.75%
智能穿戴指数	37.87%	26.97%	15.20%	-1.48%	-0.84%	64.41%	51.65%	79.96%	-1.45%	0.42%	67.13%	71.13%	124.22%	0.40%	1.23%
OLED指数	10.37%	-8.50%	-30.32%	-3.33%	-2.14%	2.93%	-19.05%	-38.86%	-4.04%	-1.97%	10.99%	0.44%	-41.45%	-1.56%	-2.59%

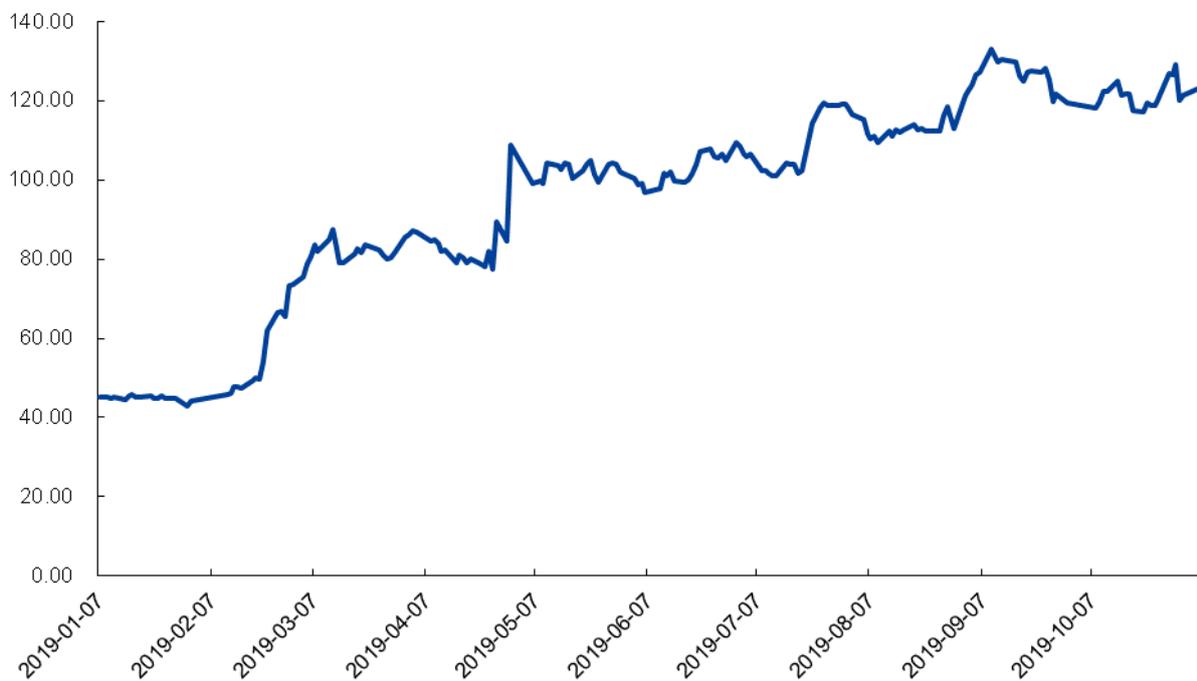
资料来源: Wind, 华金证券研究所

二、整体估值处于高位

截止到 2019.11.5，中信计算机行业整体 PE-TTM 估值从年初的 40 多倍上升到目前的 124 倍，估值提高了 3 倍。沪深 300 指数的估值为 12 倍，估值相差 10 倍左右，且沪深 300 年初的估值是 10 倍多，二者相差从 4 倍提高到 10 倍。从前面我们所讨论的结果看，企业盈利能力有下滑的趋势，业绩超预期的概率较低，在流动性不是很宽松的背景下，估值很难再提高，因此整体估值存在较大的压力。

尽管如此，考虑到国内经济处于转型期，科技创新依然是主旋律，对于处于景气度上升期的部分子行业，如云计算、自主可控、工业互联网、人工智能等板块，仍然存在较大的机会。

图 11：中信计算机 PE-TTM，从年初以来估值大幅提高



资料来源：wind，华金证券研究所

三、投资策略

在估值高点，如果没有业绩的支撑，股价回落的概率很大。三季度整体业绩下滑，盈利能力下降，成本和费用上升，现金流整体仍然需要提高。行业盈利质量下降，反应行业竞争较为激烈，而市场流动性在较高的 CPI 下难以乐观，因此，我们下调行业评级至“同步大势-B”。

个股方面，考虑到我国经济结构转型、信息化建设持续推进的过程中，相关子行业仍然有较高的成长空间，等市场估值回落到至合理水平，再考虑买入。自主可控、工业互联网、人工智能、云计算、金融科技等，仍然是我们重点关注的子行业。相关标的有用友网络、鼎捷软件、恒生电

子、科大讯飞、宝信软件、东华软件、同花顺等，另外还可以关注社保卡及其他衍生系统的德生科技、国内唯一内存数据库提供商科蓝软件等。

四、风险提示

宏观经济低于预期；公司业绩大幅低于预期；研发投入产出低于预期等。

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com