

营收增速放缓，关注金融科技和云计算

——计算机行业三季度报综述

强于大市（维持）

日期：2019年11月14日

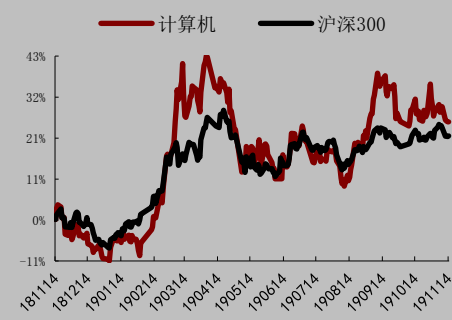
投资要点：

- **营收增速放缓，净利润分化严重：**2019年前三季度，A股计算机行业营收同比增长12.46%，较去年同期大幅下滑17.21个百分点，扣非后归母净利润仅同比增长9.05%，回落13.24个百分点，显示宏观经济持续萎靡导致下游客户IT资本支出下降，业务扩张速度明显放缓。从结构上来看，剔除新股后营收增速在50%以上占比不足一成，增速位于0-50%区间的超过六成，多数公司营收增长维持在中低增速，出现负增长则占比三成。相较而言，归母净利润增速在50%以上占比升至两成，而出现负增长的则超过四成，行业内净利润增速分化严重，部分中小公司利润端承受较大压力。
- **期间费用率上行，经营性现金流边际改善：**费用方面，行业期间费用率为22.52%，同比提升1.40个百分点，主要系销售费用率和研发费用率分别上行0.57和1.06个百分点所致。现金流方面，行业应收账款周转率提升至3.21次，存货周转率保持在3.67次，同时进一步提升预收账款，导致经营性现金流占收比提升2.87个百分点，显示多数公司通过加大销售回款力度，回笼现金流以抵御低景气经营环境。
- **子行业营收增速分化，毛利率多有改善：**1) 工业互联网营收同比增长13.39%，较去年同期下滑5.11个百分点，毛利率下滑1.27个百分点；2) 金融科技营收同比增长7.65%，下滑18.27个百分点，毛利率提升0.23个百分点；3) 医疗信息化营收同比增长15.57%，下滑3.57个百分点，毛利率则提升0.66个百分点；4) 人工智能营收同比增长21.49%，大幅回落14.64个百分点，但毛利率同比提升0.65个百分点；5) 云计算营收同比增长7.41%，大幅回落28.67个百分点，毛利率提升0.59个百分点；6) 信息安全同比增长15.03%，同比逆势提升4.24个百分点，毛利率提升0.20个百分点。
- **行情走向结构化，关注金融科技、云计算、区块链：**计算机行业估值从年初的不足40倍升至当前的56.61倍，年内估值提升已经较为可观。但考虑到年初估值基本处于历史最低位，当前估值水平仍有相当的提升空间。展望后市，行业整体承压的情况下，板块将随子行业业绩而转向结构性行情，结合基本面预期，我们推荐1) 受益下游资本市场改革+产业政策加码的金融科技行业，关注恒生电子和东方财富；2) 迎来云巨头资本开支回暖，即将迎接拐点的云计算（硬件）行业，关注浪潮信息和紫光股份；3) 同时可对区块链行业进行长线布局。
- **风险因素：**中美关系不确定性，政策不及预期

盈利预测和投资评级

股票简称	18A	19E	19E	评级
恒生电子	1.04	1.31	1.41	增持
东方财富	0.14	0.24	0.29	增持
浪潮信息	0.51	0.68	0.97	增持
紫光股份	0.83	0.91	1.05	买入

计算机行业相对沪深300指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2019年11月14日

相关研究

万联证券研究所 20191111_计算机行业周观点
_AAA_再融资松绑，关注金融科技细分龙头
万联证券研究所 20191105_浪潮信息三季度报点评_AAA_业绩略超预期，X86服务器逆势扩张
万联证券研究所 20191104_计算机行业周观点
_AAA_三季度报密集披露，关注细分龙头

分析师：宋江波

执业证书编号：S0270516070001

电话：02160883490

邮箱：songjb@wlzq.com.cn

研究助理：孔文彬

电话：13501696124

邮箱：kongwb@wlzq.com.cn

目录

1、行业整体三季报表现	4
1.1 收入端：营收增速放缓，非经营性收益支撑利润端.....	4
1.2 费用端：销售及研发加码拉动期间费用率上行.....	5
1.3 现金端：应收账款周转提速，经营现金流边际改善.....	6
2、子行业三季报表现	7
2.1 工业互联网：营收增速、毛利率有所回落.....	7
2.2 金融科技：下游需求传导延时，内部业绩分化.....	8
2.3 医疗信息化：毛利率稳步改善，高景气度延续.....	9
2.4 人工智能：业绩承压，部分龙头受技术封锁.....	10
2.5 云计算：营收大幅下行，但拐点信号明确.....	11
2.6 信息安全：“等保 2.0”有望推升板块景气度.....	13
3、投资建议	13
3.1 年内板块走势较优，后市走向结构化行情.....	13
3.2 把握金融科技、云计算投资主线，关注区块链机遇.....	14
4、风险提示	17
图表 1：行业营收增速大幅下滑.....	4
图表 2：行业净利润增速有逆市提升迹象.....	5
图表 3：行业扣非归母净利润增速明显下滑.....	5
图表 4：行业营收增速分布集中于中低增速.....	5
图表 5：行业内净利润负增长的公司超四成.....	5
图表 6：行业毛利率小幅上行.....	5
图表 7：行业净利率同样略有改善.....	5
图表 8：行业期间费用率基本平稳.....	6
图表 9：行业销售费用率小幅上扬而管理费用率下滑.....	6
图表 10：行业研发投入大幅增加.....	6
图表 11：行业应收账款周转率小幅提升.....	7
图表 12：行业存货周转率基本持平.....	7
图表 13：行业预收账款稳步提升.....	7
图表 14：行业经营性现金流/营业收入快速提升.....	7
图表 15：工业互联网营收及增速.....	8
图表 16：工业互联网净利润及增速.....	8
图表 17：工业互联网毛利率.....	8
图表 18：金融科技营收及增速.....	9
图表 19：金融科技净利润及增速.....	9
图表 20：金融科技毛利率.....	9
图表 21：下游证券公司业绩快速回暖.....	9
图表 22：下游证券公司 IT 支出增速有望触底回升.....	9
图表 23：医疗信息化营收及增速.....	10
图表 24：医疗信息化净利润及增速.....	10
图表 25：医疗信息化毛利率.....	10
图表 26：人工智能营收及增速.....	11
图表 27：人工智能净利润及增速.....	11

图表 28: 人工智能毛利率.....	11
图表 29: 云计算营收及增速.....	12
图表 30: 云计算净利润及增速.....	12
图表 31: 云计算毛利率.....	12
图表 32: 国内公有云市场持续高增长.....	12
图表 33: 国内私有云市场持续高增长.....	12
图表 34: 信息安全营收及增速.....	13
图表 35: 信息安全利润及增速.....	13
图表 36: 信息安全毛利率.....	13
图表 37: 计算机板块 2019 年涨跌幅可观.....	14
图表 38: 行业 PE 仍处历史相对低位.....	14

1、行业整体三季报表现

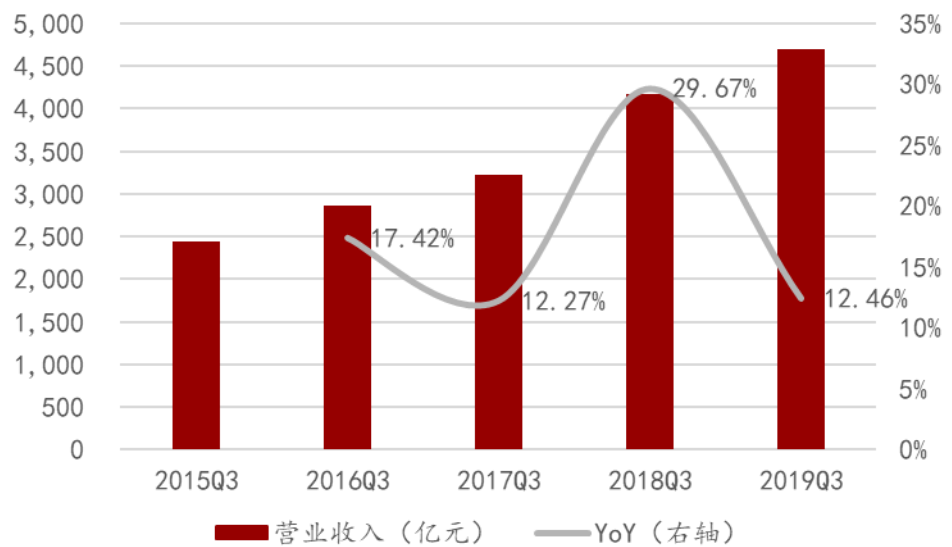
1.1 收入端：营收增速放缓，非经营性收益支撑利润端

2019年前三季度，A股计算机行业（申万计算机指数成分股221只，下同）整体营收为4690.54亿元，同比增长12.46%，较去年同期大幅下滑17.21个百分点，宏观经济持续萎靡导致下游客户IT资本支出下降，业务扩张速度明显放缓；归母净利润为290.45亿元，同比增长32.53%，较去年同期上升15.50个百分点，呈现逆势上扬迹象；但扣非后归母净利润仅为170.55亿元，同比增长9.05%，较去年同期下滑13.24个百分点，显示非经常性损益对净利润贡献较大，而主营业务的利润贡献随营收下行。

从结构上来看，剔除新股后，204只个股中营收增速在50%以上的仅20只，占比近一成；增速位于0-50%区间的有130只，占比超过六成，显示多数公司营收增长维持在中低增速；出现负增长的有54只，占比接近三成。而归母净利润方面，增速在50%以上的有44只；占比约两成，增速位于0-50%区间的有752只，占比接近四成；而净利润负增长的公司数量达到85只，占比超过四成，显示行业内净利润增速分化严重，部分中小公司利润端承受较大压力。

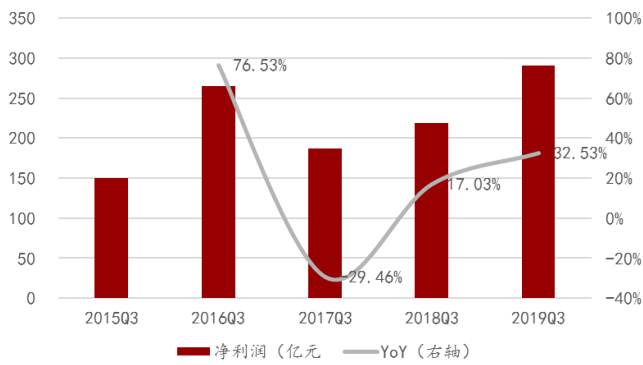
毛利率方面，2019年前三季度行业毛利率为27.25%，较去年同期提升1个百分点；而净利率也达到了6.62%，较去年同期提升0.93个百分点。营收下滑的背景下，部分公司采取产品线优化+费用控制的应对策略，行业整体盈利能力并未受到太大影响。

图表1：行业营收增速大幅下滑



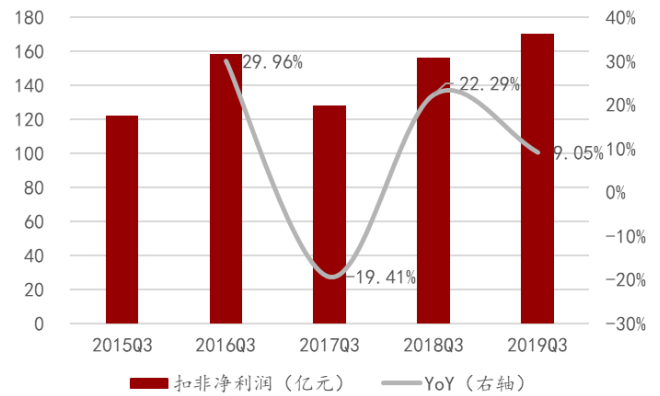
资料来源：wind，万联证券研究所

图表2：行业净利润增速有逆市提升迹象



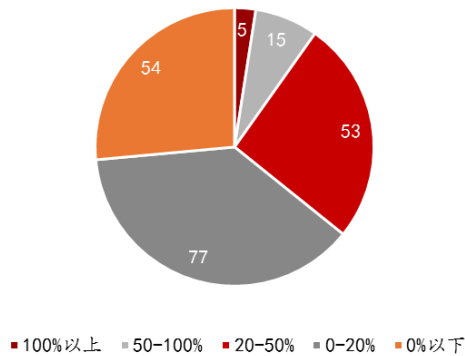
资料来源：wind, 万联证券研究所

图表3：行业扣非归母净利润增速明显下滑



资料来源：wind, 万联证券研究所

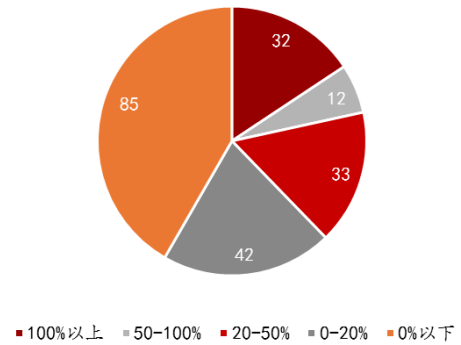
图表4：行业营收增速分布集中于中低增速



资料来源：wind, 万联证券研究所

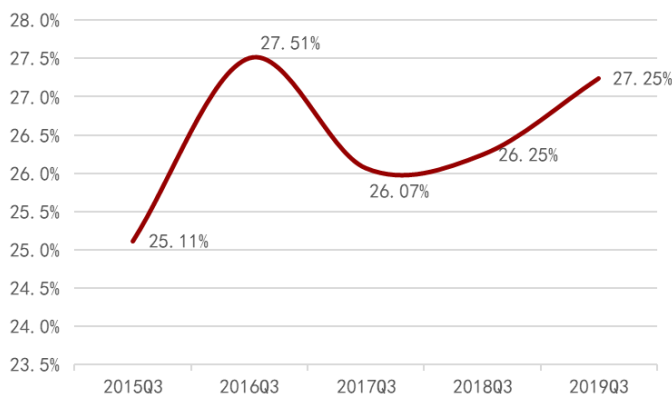
备注：在申万计算机指数成分股的基础上剔除新股

图表5：行业内净利润负增长的公司超四成



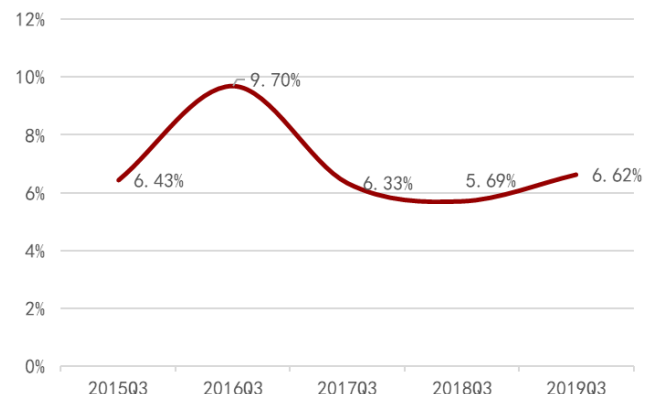
资料来源：wind, 万联证券研究所

图表6：行业毛利率小幅上行



资料来源：wind, 万联证券研究所

图表7：行业净利率同样略有改善



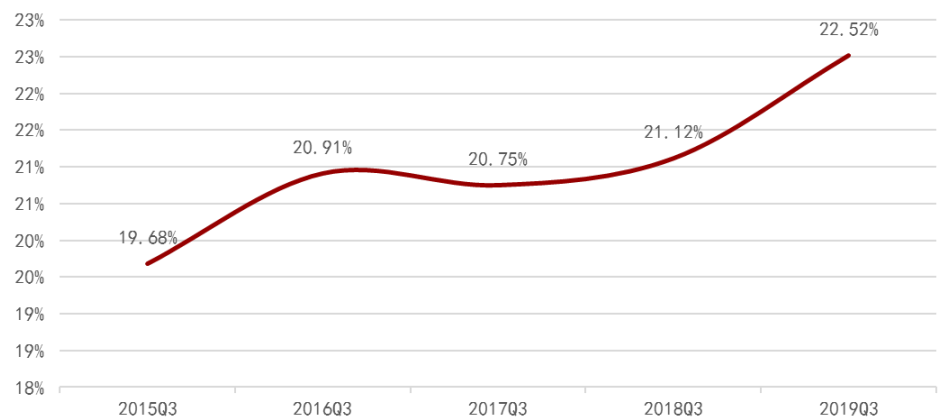
资料来源：wind, 万联证券研究所

1.2 费用端：销售及研发加码拉动期间费用率上行

2019年前三季度，行业整体期间费用率为22.52%，较去年同期提升1.40个百分点，费

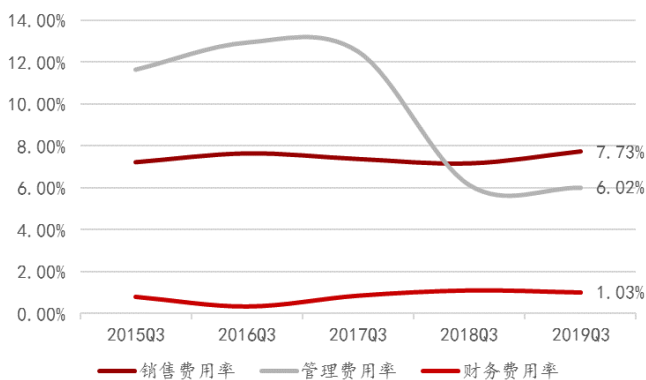
用率提升对扣非净利润增速构成压制。细分来看，销售费用率上行0.57个百分点至7.73%，是费用率整体上行的重要因素；另一方面管理费用率下行0.13个百分点至6.02%，系部分公司加大控费力度所致；而财务费用率也下行0.10个百分点至1.03%。此外，前三季度行业研发投入进一步增加，成为拉升期间费率的主要驱动力。行业研发费用从2018Q3的278.91亿元大增至2019Q3的364.67亿元，研发费率也提升1.06个百分点至7.75%，主要原因仍是科研人员薪酬提升上涨。我们认为，计算机行业的产品迭代及创新对于研发投入具有刚性需求，研发费用持续增加是确定性趋势，行业整体期间费率也将维持高位。

图表8：行业期间费用率基本平稳



资料来源：wind，万联证券研究所

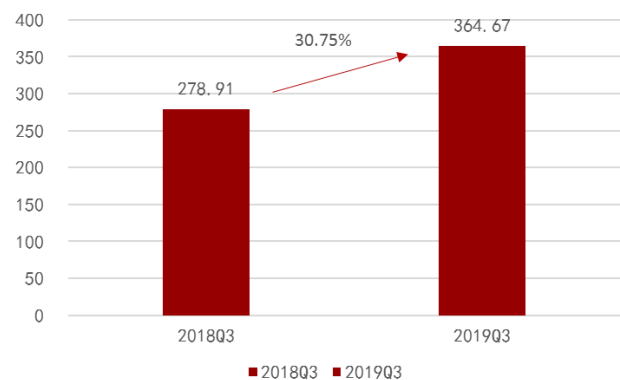
图表9：行业销售费用率小幅上扬而管理费用率下滑



资料来源：wind，万联证券研究所

备注：2018Q3及以后的管理费用剥离了研发费用

图表10：行业研发投入大幅增加



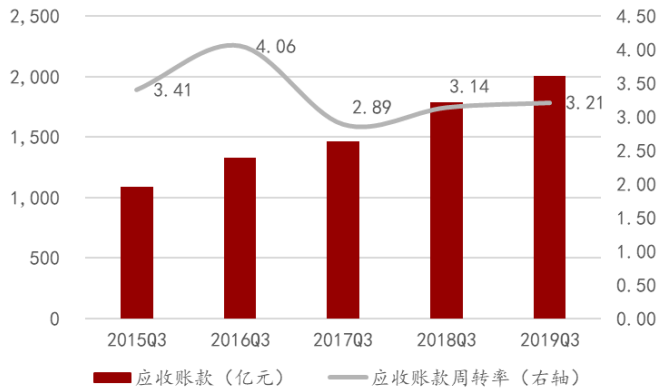
资料来源：wind，万联证券研究所

1.3 现金端：应收账款周转提速，经营现金流边际改善

2019Q3行业应收账款为2009.15亿元，同比增长12.59%，与营收增速基本持平，应收账款周转率则由2018Q3的3.13次上升至3.21次；存货则为1343.84亿元，同比增长8.31%，存货周转率为3.67次，与去年同期持平；预收账款则延续升势，同比增长17.15%至536.65亿元。在营收增长受阻的情况下，多数公司都加大了销售回款力度，回笼现金流以抵御低景气经营环境。就现金流来看，经营性现金流净额为-265.48亿元，较

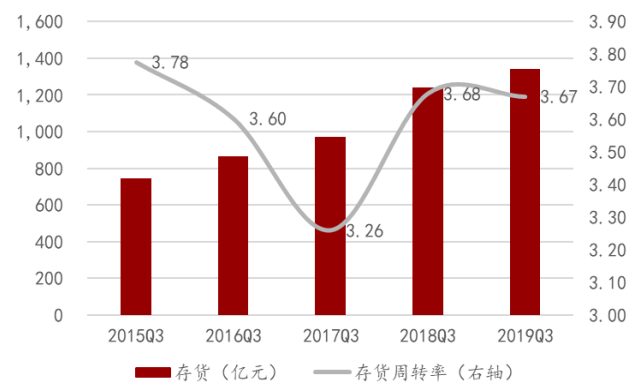
去年同期的-330.55亿元明显提升，同时经营性现金流占营业收入比重升至-5.66%，较去年同期提升2.87个百分点。

图表11：行业应收账款周转率小幅提升



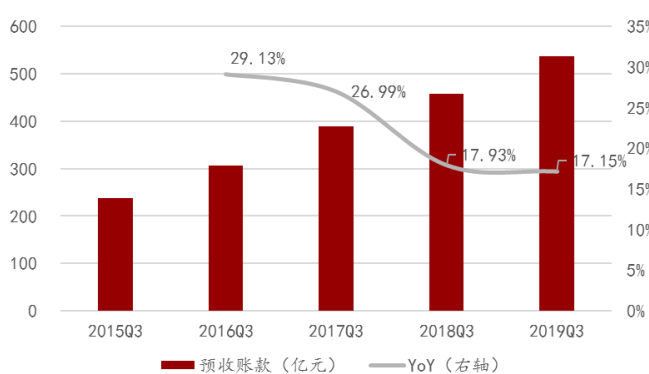
资料来源：wind，万联证券研究所

图表12：行业存货周转率基本持平



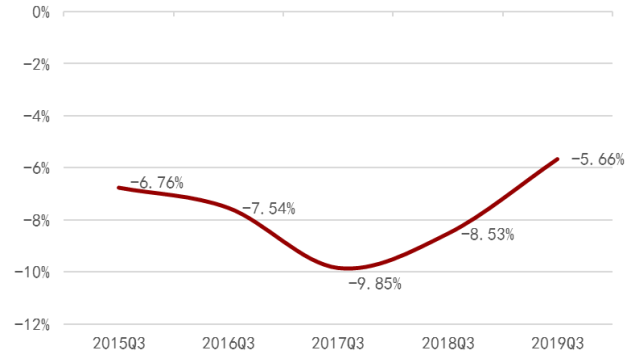
资料来源：wind，万联证券研究所

图表13：行业预收账款稳步提升



资料来源：wind，万联证券研究所

图表14：行业经营性现金流/营业收入快速提升



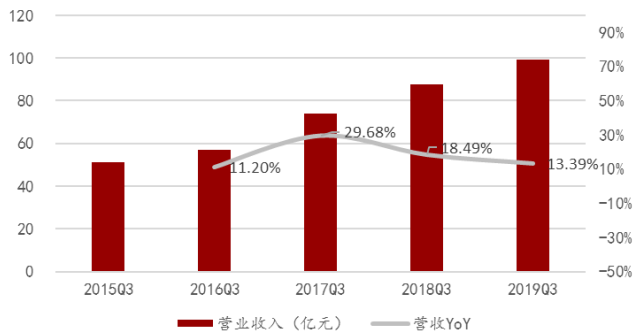
资料来源：wind，万联证券研究所

2、子行业三季报表现

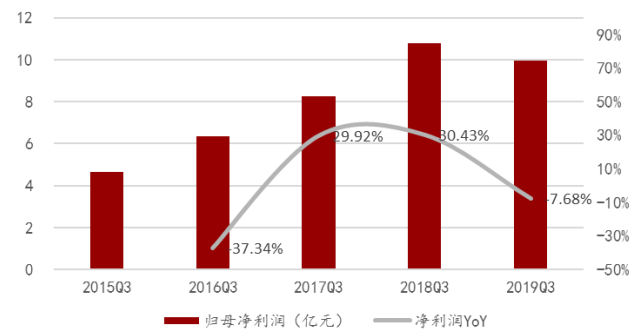
2.1 工业互联网：营收增速、毛利率有所回落

工业互联网子行业经过2017年的高速增长后，于2018年开始逐步放缓，2019Q3延续此趋势。剔除新股及部分异常值后，行业营收同比增速为13.39%，较去年同期下滑5.11个百分点；归母净利润同比增速回大幅落至-7.68%，系部分公司大额非经营性损失所致；此外毛利率同比下滑1.27个百分点至30.20%。工业互联网的扩张高度依赖下游行业景气度，宏观经济下行导致生产面承压，极大阻碍行业增长。但我们认为，经济转型背景下，工业互联网的长期发展趋势依旧向好。10月工信部已经宣布开展2019年工业互联网试点示范项目推荐，遴选试点示范项目推进工业互联网创新发展，网络化改造、“5G+工业互联网”、平台集成创新等领域有望率先受益政策红利。预计我国部分工业互联网龙头将在2020年逐步迎来利润兑现期，实现业绩弹性。

图表15: 工业互联网营收及增速



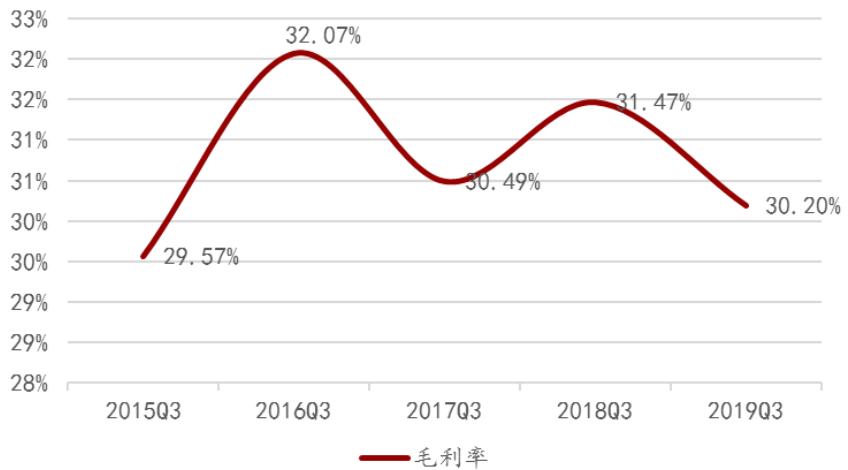
图表16: 工业互联网净利润及增速



资料来源: wind, 万联证券研究所

资料来源: wind, 万联证券研究所

图表17: 工业互联网毛利率

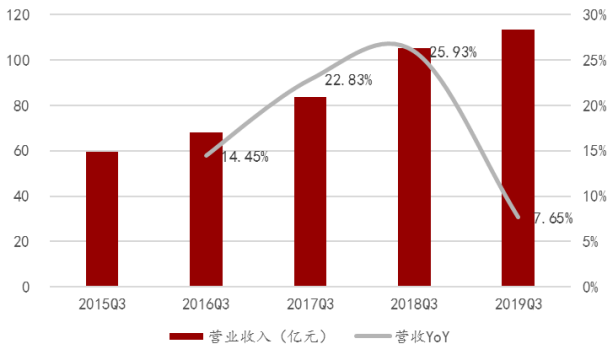


资料来源: wind, 万联证券研究所

2.2 金融科技: 下游需求传导延时, 内部业绩分化

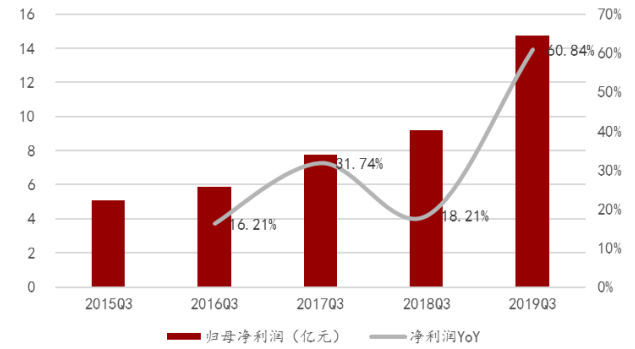
2019Q3金融科技子行业营业收入同比增长7.65%,较去年同期回落18.27个百分点,主要原因是下游金融行业,尤其是证券行业的在2018年的低迷业绩影响其在2019年的IT采购需求;子行业归母净利润增速则大幅提升至60.84%,主要系部分龙头公司集中兑现投资收益所致;毛利率方面同样向好,从2018Q3的43.50%提升至43.73%,延续高毛利表现。细分来看,银行IT方面,下游客户的采购需求萎缩导致行业竞争加剧,公司间业绩分化严重,部分具备核心系统优势的公司仍能维持稳增长,但多数中小公司收到较大冲击。而证券IT方面,资本市场在2019年的边际回暖,下游的券商、基金等公司业绩均获得提振(券商净利润同比增长87.50%),但IT系统采购的需求传导具有时滞性,因此并未完全体现在当前业绩中。但值得注意的是,科创板推出及资管新规的落实为头部厂商带来了较大增量业务,行业马太效应进一步强化。

图表18: 金融科技营收及增速



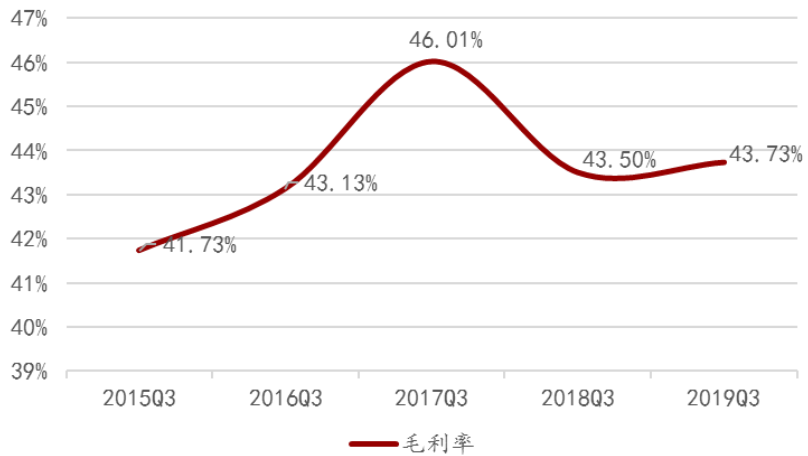
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表19: 金融科技净利润及增速



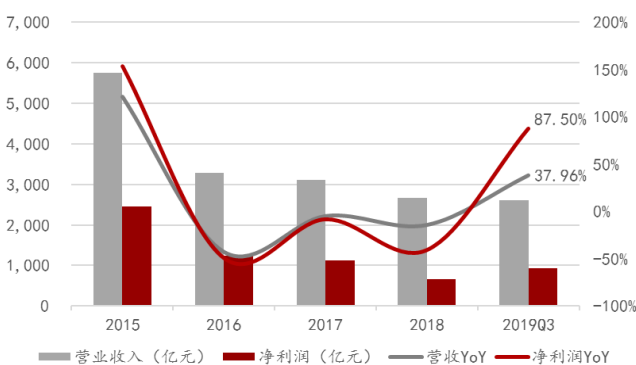
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表20: 金融科技毛利率



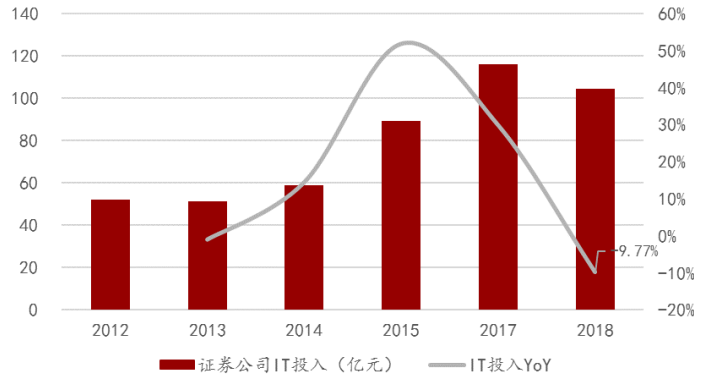
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表21: 下游证券公司业绩快速回暖



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表22: 下游证券公司IT支出增速有望触底回升



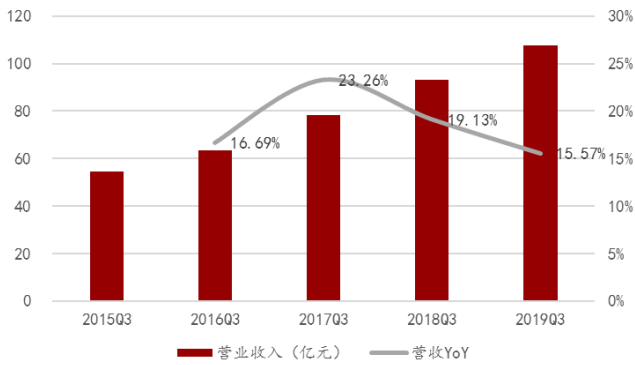
资料来源: wind, 万联证券研究所

2.3 医疗信息化: 毛利率稳步改善, 高景气度延续

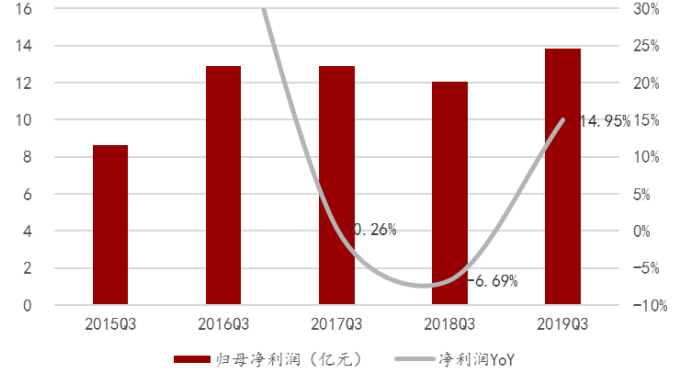
2019Q3医疗信息化子行业营业收入同比增长15.57%, 较去年同期下滑3.57个百分点; 归母净利润同比增长14.95%; 毛利率为37.83%, 同比提升0.65个百分点, 已经连续四年稳步提升。受益“健康中国2030”战略推进, 医疗电子化子行业持续高景气。当前正

值电子病历建设高峰期，其收入贡献已经在Q2、Q3逐渐体现，Q4收入增速有望进一步提升。此外，医联体、DRGs、智慧医院等系列政策不断催化，行业将在中长期持续向好。就行业内部格局来看，由零散建设向整体化建设的转变是大势所趋，随着订单额度的不断加大，具有平台化建设能力的大厂商优势将更加明显。

图表23：医疗信息化营收及增速



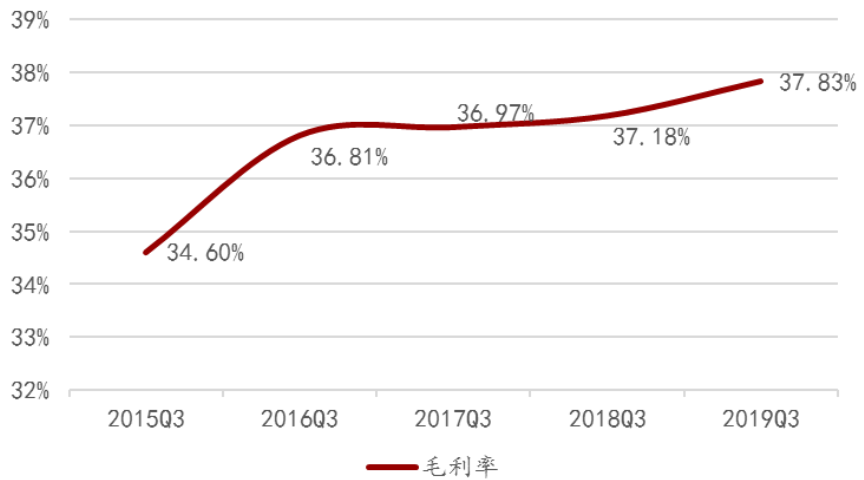
图表24：医疗信息化净利润及增速



资料来源：wind，万联证券研究所

资料来源：wind，万联证券研究所

图表25：医疗信息化毛利率

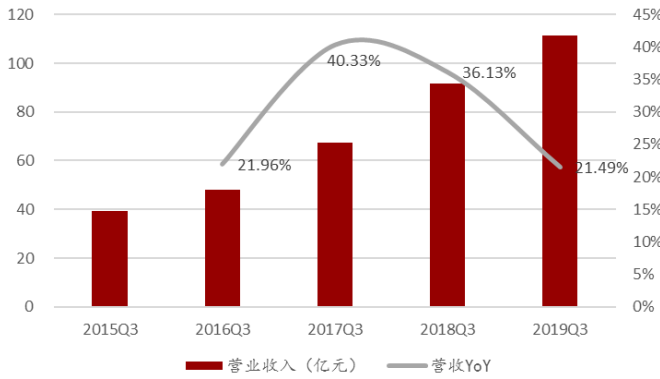


资料来源：wind，万联证券研究所

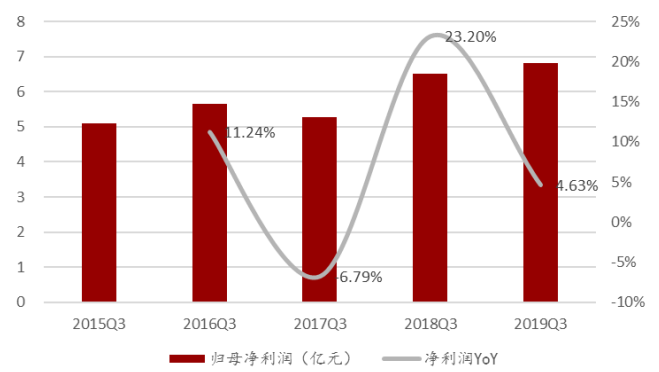
2.4 人工智能：业绩承压，部分龙头受技术封锁

人工智能子行业在2019Q3营业收入同比增长21.49%，较去年同期大幅下滑14.64个百分点；归母净利润同比增长4.63%；毛利率则同比提升0.66个百分点至39.30%。人工智能行业在2019Q3业绩承压较为严重，但短期业绩冲击不改长期向好趋势。10月美国商务部宣布将科大讯飞等人工智能公司纳入实体清单，禁止与美国企业展开合作。我们认为，此次扩容事件正是中美博弈大背景下美方技术封锁战略的缩影，一系列针对供应链的限制对我国人工智能行业的发展构成一定冲击，但短期技术封锁不改长期创新向好趋势，随着高层对人工智能行业的政策扶持不断加码，其在长周期内依旧发展可期，坚定看好技术实力出众的龙头企业。

图表26：人工智能营收及增速



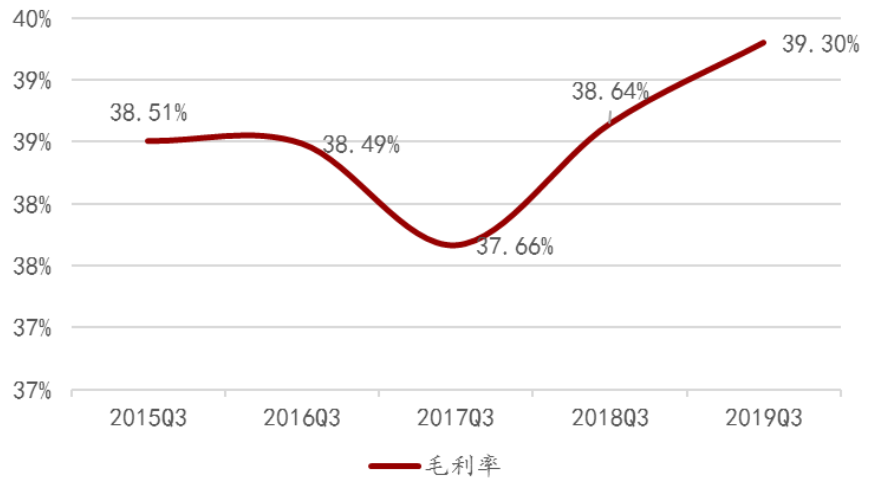
图表27：人工智能净利润及增速



资料来源：wind, 万联证券研究所

资料来源：wind, 万联证券研究所

图表28：人工智能毛利率



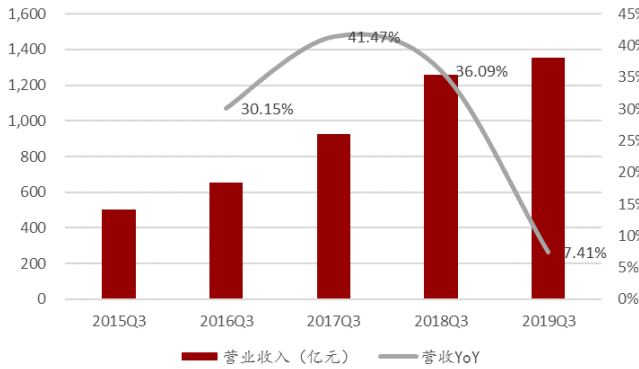
资料来源：wind, 万联证券研究所

2.5 云计算：营收大幅下行，但拐点信号明确

2019Q3云计算子行业营收同比增长7.41%，较去年同期大幅下滑28.67个百分点；归母净利润同比增长21.82%；而毛利率为23.58%，较上年改善0.59个百分点。

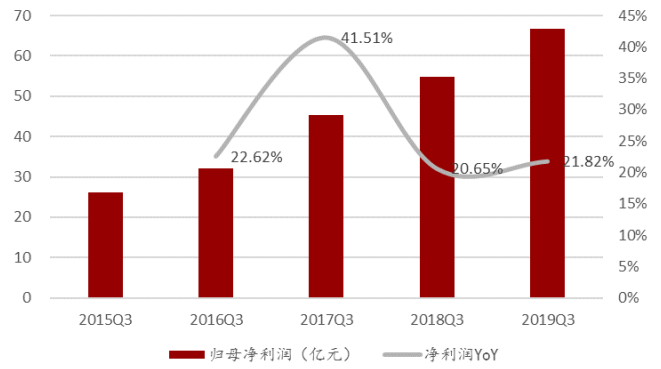
尽管当前云计算子行业仍处业绩相对低点，但拐点信号正在显露。北美五大云巨头FAMGA（Facebook、苹果、微软、谷歌、亚马逊）在2019Q3整体资本开支增速正在明显改善（13.4%），拐点基本确立，有望带动云产业链景气提升。国内三大云巨头BAT（百度、阿里、腾讯）的资本开支也具有相似走势，并在Q3逐步显露改善迹象（腾讯同比增长11.0%）。相比海外市场，国内云计算行业的渗透率仍然相对偏低，而数字经济浪潮下，国内全面上云战略将加速推进，在细分赛道具有卡位优势的龙头设备厂商、服务商将明显受益。

图表29: 云计算营收及增速



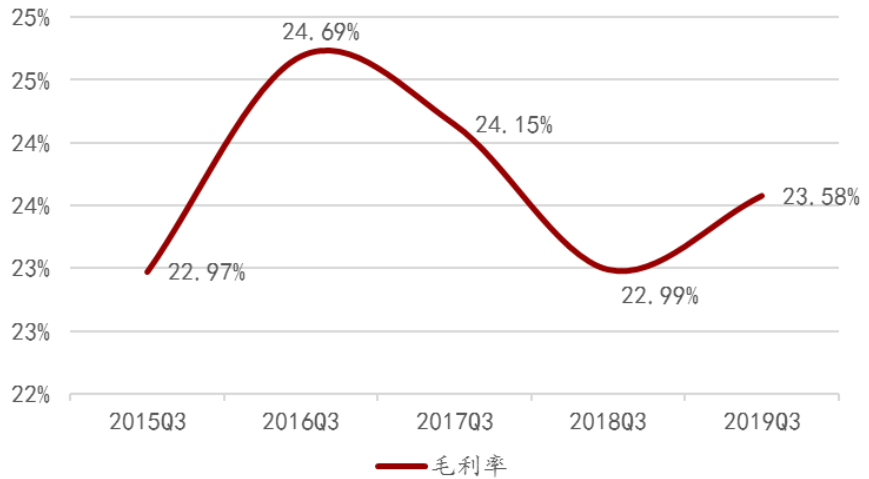
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表30: 云计算净利润及增速



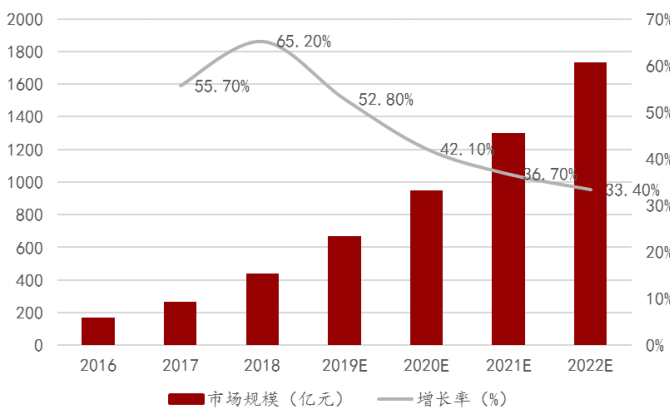
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表31: 云计算毛利率



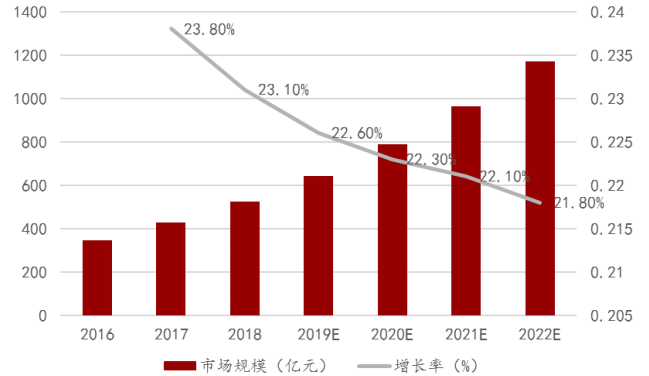
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表32: 国内公有云市场持续高增长



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表33: 国内私有云市场持续高增长

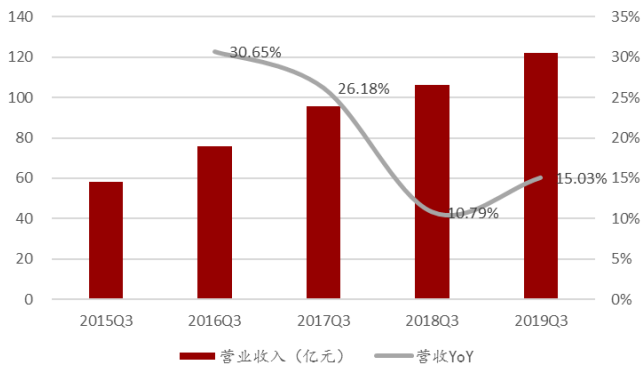


资料来源: wind, 万联证券研究所

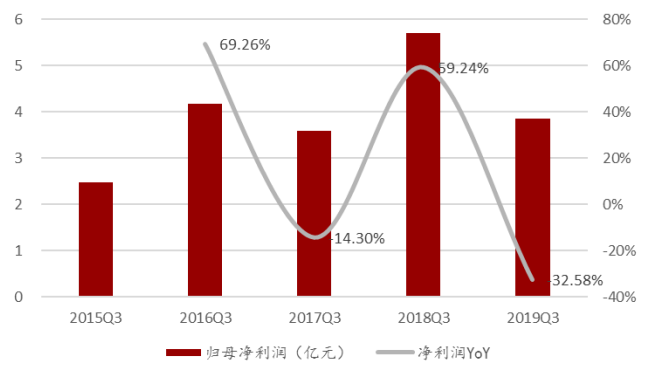
2.6 信息安全：“等保2.0”有望推升板块景气度

2019Q3信息安全子板块营业收入同比增速15.03%，较去年同期提升4.24个百分点，归母净利润呈大幅下滑趋势，主要原因仍是多家公司出现大额非经营性损失；而毛利率为44.12%，表现基本持平。信息安全营收增速并未明显回落，显示下游金融、政务、电信领域的客户的安防需求相对刚性，考虑到“等保2.0”对相关政企部门网络安全技术和管理水平提出更高要求，随着改政策于2019年12月1日的正式实施，信息安全行业有望迎来新一轮高景气周期。

图表34：信息安全营收及增速



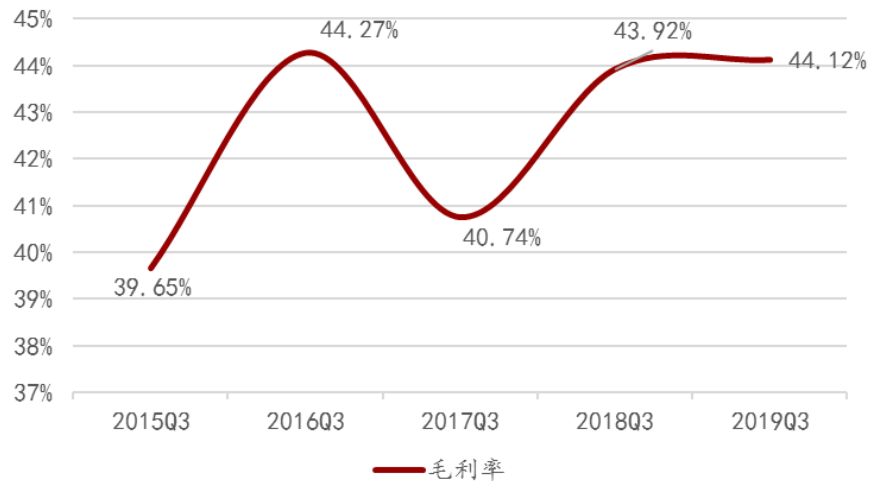
图表35：信息安全利润及增速



资料来源：wind，万联证券研究所

资料来源：wind，万联证券研究所

图表36：信息安全毛利率



资料来源：wind，万联证券研究所

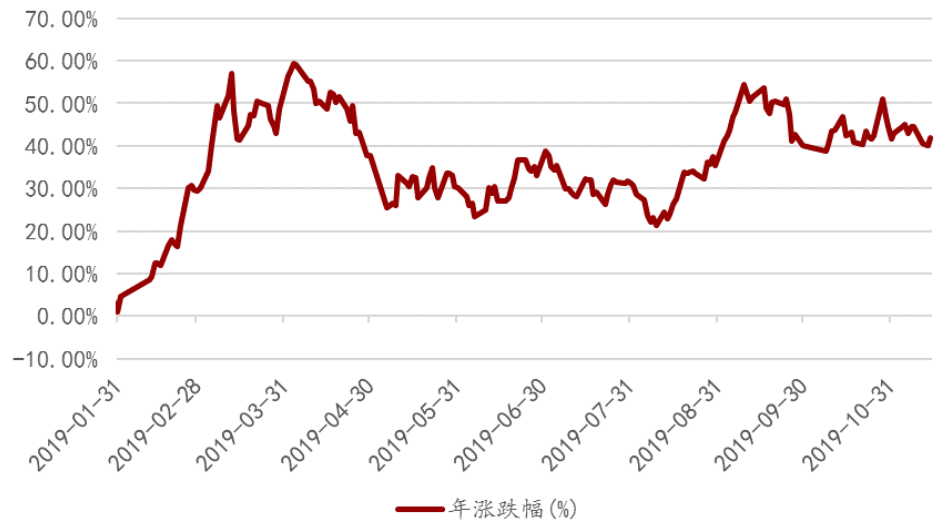
3、投资建议

3.1 年内板块走势较优，后市走向结构化行情

涨幅方面，2019年至今申万计算机板块整体上涨达到42.00%，表现优于上证综指（16.68%）和沪深300（29.73%）以及创业板指（35.35%）。回顾整体走势，板块在Q1快速上涨后逐步回落，并在Q2降至相对低点。此后板块指数持续震荡，直到8月才重启上扬走势，当前处于盘整蓄势阶段。而对应至估值方面，申万计算机PE-TTM估值从

年初的不足40倍升至当前的56.61倍，年内估值提升已经较为可观。但考虑到年初估值基本处于历史最低位，当前估值水平仍有相当的提升空间。展望后市，行业整体承压的情况下，板块将随细分行业业绩而转向结构性行情，金融科技、医疗信息化、云计算、人工智能等板块仍存在较大机会。

图表37：计算机板块2019年涨跌幅可观



资料来源：wind，万联证券研究所

备注：数据截至2019年11月14日

图表38：行业PE仍处历史相对低位



资料来源：wind，万联证券研究所

3.2 把握金融科技、云计算投资主线，关注区块链机遇

主线一：下游市场改革+产业政策加码，金融科技崛起逻辑清晰。2019Q3金融机构业绩回暖尚未完传导至需求端，导致金融科技子行业营收依旧承压。但拉长时间轴来看，金融科技子行业的外部政策环境正在不断改善，金融市场改革和产业政策加码驱动

行业向好的中长期逻辑已经十分清晰：**1) 金融市场改革不断深化**：2019年2月23日，习近平总书记在中央政治局第十三次集体学习时重点提出“金融供给侧改革”概念，有三个方面具体内容对金融科技行业发展尤其重要：**a) 优化融资结构**，发展直接融资。即从银行代表的间接融资为主向包括券商基金所代表的直接融资在内的多层次融资结构发展，证券IT类公司以及互联网证券服务商将率先受益市场扩容和政策倾斜；**b) 优化金融机构体系**，明确增加中小金融机构数量和业务占比。即要构建多层次、广覆盖、有差异的银行体系，重点增加中小金融机构数量和业务比重，因此服务于中小银行及类银行机构的银行IT企业有望迎来新机遇；**c) 现代科技要在金融监管中发挥重要作用**。要运用现代科技手段和支付结算机制，适时动态监管线上线下、国际国内的资金流向流量，使所有资金流动都置于金融监管机构的监督视野之内，监管需求有望催生新的金融IT建设需求。**2) 金融科技产业政策加码**：2019年8月22日央行印发《金融科技（FinTech）发展规划（2019-2021年）》。《规划》明确了中期目标和任务，强调金融与科技深度协同，包括风控、监管、服务、金融效率的提升，构建多层次发展体系。值得注意的是，在六项重点任务中的第二项“强化金融科技合理应用”对金融与新兴技术的结合做出具体要求，包括：大数据、云计算、人工智能、分布式数据库、身份认证体系等。我们认为当前政策正在不断鼓励加大新技术在金融领域的应用，而前沿技术布局领先的头部金融IT公司有望把握机遇开创新市场。结合基本面与外部环境，我们重点推荐证券IT在2019Q4及2020年的投资机会。考虑到资本市场深化改革对外开放是当前金融市场改革的核心，证券IT公司受益下游客户（券商、基金公司）的地位提升，预计IT系统更新、建设需求将在后续年份持续带来新业务空间。此外，当前A股市场处于全球估值洼地，一旦宽货币环境在2020年有所改善，市场边际向好将直接提振下游客户需求，驱动行业扩张并展现相应业绩弹性。**首推掌握经纪、资管系统核心技术，且在多线业务占据极高市占率的证券IT龙头恒生电子（600570.SH）**。此外，我们也建议同时关注互联网证券服务龙头。互联网证券服务商深耕证券IT和传统券商的交叉领域，具有鲜明的流向化特点。事实上，2015年以来互联网证券类公司已经完成了用户规模的初始积累，一旦市场行情上扬，“用户激活 → 付费转化 → 业绩贡献”的进程将更为迅速。而且，考虑到当前互联网基础设施已经大规模普及，新用户的吸纳、开户、进场速度将超过以往，进一步强化互联网证券类公司业绩弹性和估值弹性。**我们建议关注兼具流量渠道和经纪/公募服务牌照的龙头东方财富（300059.SZ）**。

主线二：云巨头资本开支回暖，云计算硬件迎拐点。根据IDC近期发布的《全球云计算IT基础设施市场预测报告》，2019年全球云上IT基础设施占比超过传统数据中心，正式成为市场主导。由此可见，云计算已经在关键技术和应用规模上实现对传统IT的超越，全面上云的时代已经来临。

尽管当前云计算子行业仍处业绩相对低点，但拐点信号正在显露。就行业逻辑而言，海内外云巨头的资本开支（Capex）增速是驱动行业云计算产业放量的关键因素，就基础设施而言，资本开支增速较服务器出货量增速提前1-2个季度见底。就当前时间点来看，**北美五大云巨头FAMGA（Facebook、苹果、微软、谷歌、亚马逊）在2019Q3整体资本开支增速正在明显改善，拐点基本确立，有望带动云产业链景气提升**。北美五大云巨头资本开支同比增速在2018Q1达到峰值91.9%，此后随着受到宏观经济放缓、去库存等因素的影响，增速开始逐季回落，2019Q1降至-17.9%，为2013年以来最低值。进入到2019Q2，云巨头资本开支增速逐步回暖，同比仅下滑0.3%（环比增长16.0%），而2019Q3云巨头资本开支增速已经显著改善，同比增速回升至13.4%，预计海外云巨头资本开支增速未来有望持续改善。另一方面，国内三大云巨头BAT（百度、阿里、

腾讯)的资本开支也具有相似走势,并在Q3逐步显露改善迹象。以腾讯为例,2019Q3单季云业务同比增长达到80%,同时资本支出高达66.32亿元,同/环比分别增长11.0%/52.0%,超出市场预期。预计BAT资本开支将于2020Q1全面重回正轨,判断海内外云计算巨头资本开支回暖将带动云计算服务器在2020持续放量,行业拐点明确。此外,我国云计算市场的蓬勃发展赋予本土厂商额外发展机遇。根据中国信通院《云计算发展白皮书》,我国云计算市场发展迅速,并在未来三年区间内据有极高的增长确定性。2018年云计算市场整体规模达到962.8亿元,同比增速39.2%。其中公有云市场规模437亿元,同比增长65.2%;私有云市场规模525亿元,同比增长23.1%。预计2019-2022年公/私有云仍将处于快速增长阶段,2022年规模将分别达到1731/1172亿元,合计2903亿元,市场潜在空间巨大。相比海外市场,国内云计算行业的渗透率仍然相对偏低,而数字经济浪潮下,全面上云战略将加速推进,在细分赛道具有卡位优势的龙头设备厂商、服务商将明显受益。

投资主线方面,我们认为相较于云软件,以服务器为代表的云硬件在当前时间点具有更为清晰的业绩反转逻辑。2019年云计算基础设施投资放缓导致的业绩承压已经在当前估值中有所体现,但基于云巨头资本开支回暖的大逻辑,以云服务器为代表的云基础设施供应商将在后续季度迎来确定性向上拐点。标的方面,我们推荐:1) **国内服务器龙头浪潮信息(000977.SZ)**。2018年公司位列服务器销售额、出货量、市占率三项国内第一(IDC&Gartner数据),同时在2019年全球服务器市场增速放缓的背景下,公司凭借独创的JDM模式提高客户粘性,成为Q2唯一一家市占率增长的服务器厂商,判断2019Q3、Q4公司需求环境边际改善将进一步强化逆势扩张趋势。2) **业绩显著回暖的巨头紫光股份(000938.SZ)**。公司旗下新华三营收增速正在显著回升,Q3已达到近五个季度新高,随着分销业务的稳健增长,和自有品牌服务器不断实现突破,公司有望打开长期增长空间。

主线三:区块链站上风口,中长期发展前景广阔。除了金融科技和云计算两个相对成熟的子行业,区块链作为计算机行业的新兴子板块也迎来发展机遇,可提前进行中长期布局。2019年10月24日,中央政治局就区块链技术发展现状和趋势进行第十八次集体学习,习近平总书记提出把区块链作为核心技术自主创新的重要突破口,区块链有望迎来全方位政策红利,成为科技创新领域的新风口。

我们认为,此前市场对区块链定位较为模糊,甚至存在“非主流”偏见,本次定调远超市预期,分周期来看,中短期来看能够鼓励产业资本和人才进入,规范行业监管;长期来看能和5G等技术主题产生协同互动,帮助打造物联网和边缘计算的底层协议架构,影响及意义可谓深远。

梳理习总书记发言,我们认为可以从技术、安全、产业三个角度挖掘区块链投资机会。

1) 技术基础研究角度:当前的区块链技术中仍存在着如能量消耗高、处理速度慢、底层安全性不够、节点不足等问题。在此背景下,从事区块链基础性能改进研究的行业以及如边缘计算、物联网等增加算力与节点的行业值得关注。**2) 安全与治理角度:**区块链自身的运作模式与当前的监管背景也存在一定冲突,对于“去中心化”相关技术特性的改造将存在一定发展机遇。以央行数字货币为例,由于区块链技术和纯粹基于区块链的加密货币具有典型的去中心化特征,将直接滋生反洗钱、反贪污等方面的金融风险,对于央行集中化监管提出挑战。因此如何对在保障区块链技术不可篡改优势的情况下优化或者规避“去中心化”带来的风险将是重大课题。此外,针对区块链上数据资产的可控治理也将是下一步产业发展方向之一。**3) 产业应用角度:**区块链技术在产业中已逐步有应用落地。由于区块链技术的不可篡改、可追溯等特点,已在金融科技(加密资产、系统平台)、供应链金融、无形资产保护(加密技术)等方

向率先落地，并逐渐向物流、政务、司法、医疗、能源等方向快速推广。我们认为在产业应用角度更多应关注政府主导、产业落地程度较好的项目。

但另一方面，需要指出的是，区块链研究的实质性推进和应用落地终究是长周期事件，相关产业的实际发展路径也要视具体情况而定，因此不应过分关注概念板块的短期弹性扰动，可聚焦真实受益的赛道及个股进行长期布局。

标的方面，考虑到金融科技正是区块链应用的最前沿领域，我们依旧重点推荐金融科技龙头恒生电子（600570.SH）。公司目前该领域的技术积累相对扎实，已经取得相关专利9个，其中2个较为成熟：a) 金融联盟链HSL，服务于金融机构的去中心化PaaS平台，能为机构快速搭建区块链系统，目前主要在贸易金融、供应链等应用场景。b) 范太链FTCU，主要对接相关互联网法院、公证处等公信机构，目前已支持合同链、私募股权链等业务场景的接入。此外，我们还建议关注应用场景中另一个确定性最强的领域供应链金融，以及能发挥区块链不可篡改属性的电子支付及电子发票，可关注相关龙头标的。

4、风险提示

中美关系不确定性，政策不及预期

计算机行业重点上市公司估值情况一览表
(数据截止日期：2019年11月14日)

证券代码	公司简称	每股收益			每股净资产	收盘 价	市盈率			市净率	投资评级
		18A	19E	20E	最新		18A	19E	20E	最新	
600570.SH	恒生电子	1.04	1.31	1.41	4.59	76.65	49.76	58.51	54.36	17.12	增持
300059.SZ	东方财富	0.14	0.24	0.29	3.01	14.45	84.76	60.94	50.61	5.44	增持
000977.SZ	浪潮信息	0.51	0.68	0.97	6.41	30.55	31.16	45.12	31.42	4.92	增持
000938.SZ	紫光股份	0.83	0.91	1.05	13.31	28.26	37.48	31.11	27.00	2.14	买入

资料来源：wind，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场