

# 强于大市

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
金山办公	688111.SH	356.50	增持
用友网络	600588.SH	32.30	买入
福昕软件	688095.SH	211.70	买入
浪潮信息	000977.SZ	26.26	买入
启明星辰	002439.SZ	30.02	买入
美亚柏科	300188.SZ	16.40	买入
奇安信-U	688561.SH	90.59	未有评级
深信服	300454.SZ	256.17	未有评级
中科创达	300496.SZ	125.50	增持
恒生电子	600570.SH	87.00	买入

资料来源：万得，中银证券  
以2021年05月07日当地货币收市价为标准

## 相关研究报告

《计算机行业点评：两会后数字化转型进入全局战和攻坚战》20210312

《工业互联网创新发展行动计划点评：新旧版政策逐条解读》20210119

《2021年1月计算机行业观点：轮动叠加躁动，将迎向上良机》20210104

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

## 计算机

证券分析师：杨思睿

(8610)66229321

sirui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518090001

# 计算机行业 20Y 和 21Q1

## 业绩综述及策略报告

数字经济为国计，坐等行情纠偏

计算机行业 2020 年营收较快增长、净利润略有波动；2021Q1 调出疫情坑的同时更达到 2 年期正常增速，全年展望良好。维持年度策略观点，积极迎接错杀行情纠偏。进一步建议聚焦网络安全和云计算赛道。

### 支撑评级的要点

- 2020 年计算机行业表现略超预期，扣非、现金流收获趋势性改善。(1) 行业营收同增 6.4%，较 2019 年增速趋缓，2/3 公司正增长，同时 1/3 公司增长提速，增速分布向中间 (-30%~30%) 靠拢，预计是疫情让企业增长趋同；(2) 归母净利润同降 1.7%~16.2%，近六成公司正增长，同时四成公司实现增长提速，反映头部企业优势明显，增速区间分布较 2019 年更为均匀，反映分化有所加剧；(3) 扣非净利润占比为 52%，在各行业中排名从前两年的 27、25 位上升到第 21 位；(4) 经营性现金流占营收比例提升到 12.5%，约六成公司实现现金流改善。收入增长、净利润小幅下滑好于先验性预期，扣非和现金流实现 2018-2020 年的持续向好。
- 非理性下挫行情让估值触底。年内计算机录得 11.3% 的跌幅，在各行业涨跌幅排名倒数第 4。市盈率为 55X，位于 10 年、5 年和 2 年期的 54%、43% 和 21% 分位点，即近两年的底部。PS 为 3.2X，位于三个尺度 12% 以下分位，基本触底。行情与基本面相悖，预计受资金面负面预期的情绪影响，在少数抱团股高估值下带来行业性错杀。
- 全年展望良好，情绪错配纠偏在即。季度营收 (YoY) 同增 35.2%~85.2%、归母净利润 (YoY) 同增 37.6%~63.6%，大幅改善。即使拉长至两年期 (以消除上年同期疫情影响)，2019-2021 的一季度 CAGR 也达到 7.2%~14.1% 和 4.5%~24.4%，回到常规高增长水平。叠加十四五政策和 21Q1 研发销售投入加大因素，全年良好成长的确定性高。
- 网络安全和云计算不仅有高增速，还有预期差。两个子板块在业绩综述中靠前。同时，网安预期差来自立法到市场采购的时间差让市场敏感度下降；云计算预期差来自政企对云的接受度迅速升温，早期低基数高成长阶段切换到中期渗透率阶段下，高增速并不会明显放缓。相较 2021 年度策略，此次在数据上已对判断有所验证。

### 重点推荐

- 推荐网络安全和云计算板块，及事件催生阶段性机会的智能驾驶、金融科技等方向。网络安全对应公司包括深信服 (关注)、奇安信 (关注)、启明星辰、美亚柏科，云计算公司包括金山办公、用友网络、福昕软件、浪潮信息，及智能驾驶中科创达、金融科技恒生电子等

### 评级面临的主要风险

- 宏观经济下行；资金面收紧；创新产品不及预期。

## 目录

<b>行业业绩综述与展望</b> .....	<b>5</b>
2020 年业绩综述：营收稳增长，净利润结构优化，现金流改善.....	5
行情回顾：下挫过度，估值接近 2 年期底部.....	8
全年展望：成长性明确.....	9
<b>投资策略：聚焦+深挖，突围资金面包围圈</b> .....	<b>12</b>
资金面预期不振，相对优势成突围“包围圈”关键.....	12
网络安全增速和格局向好.....	13
云计算在当前周期主线地位持续.....	16
<b>投资建议：把握大方向，坐等“情绪错配”的纠偏</b> .....	<b>18</b>
板块和个股推荐.....	18
风险提示.....	18

## 图表目录

图表 1. 2018-2020 年营收平均增长情况.....	5
图表 2. 2020 年营收增长公司占比减少 14pct.....	5
图表 3. 2020 年营收提速个股占 1/3.....	5
图表 4. 2020 年行业营收区间分布向中间靠拢.....	5
图表 5. 2018-2020 年净利润平均增长情况.....	6
图表 6. 2020 年净利润增长公司占比减少 7pct.....	6
图表 7. 2020 年净利润提速个股占 4 成.....	6
图表 8. 2020 年行业净利润区间分布基本保持.....	6
图表 9. 各行业扣非净利润/净利润（整体法）比例及排序.....	7
图表 10. 2018-2020 年行业扣非净利润/净利润（整体法）.....	7
图表 11. 计算机子板块扣非净利润/净利润（整体法）排序.....	7
图表 12. 2018-2020 年现金流营收占比平均增长情况.....	7
图表 13. 2020 年行业 6 成公司现金流占比改善.....	7
图表 14. 2019.4-2021.4 计算机（申万）指数走势.....	8
图表 15. 年初至今计算机在各行业中表现落后.....	8
图表 16. 计算机和主要板块相比涨跌幅靠后（年初至今）.....	9
图表 17. 细分板块中软件涨跌幅略好于硬件（年初至今）.....	9
图表 18. 计算机行业 PE-Band.....	9
图表 19. 21Q1 整体营收增速.....	10
图表 20. 21Q1 整体净利润增速.....	10
图表 21. 2018-2020 年行业员工总数.....	10
图表 22. 2018-2020 年行业人均创收提升.....	10
图表 23. 2018-2020 年行业人均创利波动.....	11
图表 24. 2018-2020 年行业人均薪酬.....	11
图表 25. 2020-2021Q1 行业子板块营收增速.....	11
图表 26. 2020-2021Q1 行业子板块净利润增速.....	11
图表 27. 年初至今各行业净流入资金排序：计算机靠后.....	12
图表 28. 2021-2023 年各行业预测 EPS（整体法）CAGR 排序：计算机靠前.....	12
图表 29. 2019~2024 年中国 IT 安全市场支出预测.....	13
图表 30. 2020 年中国 UTM 防火墙市场份额.....	13
图表 31. 2020 年中国统一威胁管理（UTM）市场份额.....	13
图表 32. 2020 年中国内容安全管理市场份额.....	14
图表 33. 2020 年中国入侵检测与防御市场份额.....	14

图表 34. 2020 年虚拟专用网络市场份额.....	14
图表 35. 部分网络安全子领域集中度有所提升.....	14
图表 36. 数据安全建设方案.....	15
图表 37. 数据安全产业链.....	15
图表 38. 中国数据安全市场规模预测 (亿元): CAGR 达 26.1%.....	15
图表 39. 全球和中国公有云服务市场规模.....	16
图表 40. 2020 年全球公有云 IaaS 份额.....	16
图表 41. 2020Q4 年中国公有云 IaaS 市场份额.....	16
图表 42. 低代码开发模式.....	17
图表 43. 两类低代码厂商.....	17
附录图表 44. 报告中提及上市公司估值表.....	19

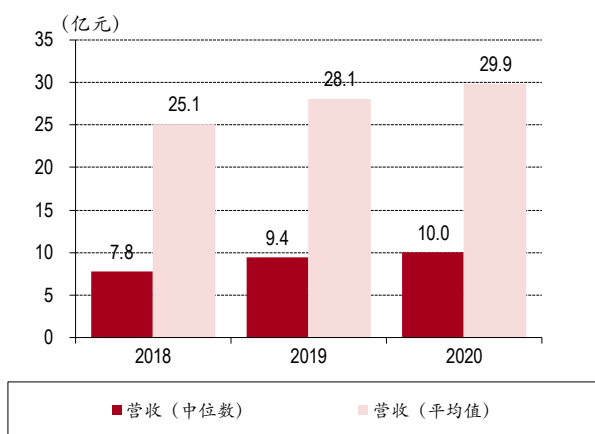
## 行业业绩综述与展望

### 2020 年业绩综述：营收稳增长，净利润结构优化，现金流改善

以申万计算机（剔除 ST、新三板和 B 股后）的 258 支行业股票为研究口径，观察行业业绩变化趋势。数据分析之前，不妨对 2020 年疫情对行业增长产生负面影响做前置性判断。

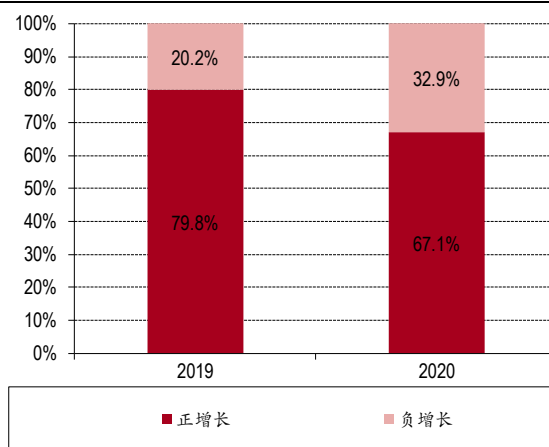
**营收正增长，增速放缓：**（1）2020 年计算机行业收入同比增长 6.4%（中位数和平均值同），弱于 2019 年的 12.0%（平均值）、20.5%（中位数）；（2）67% 的公司实现收入的正增长，较 2019 年减少 14 个百分点；（3）有三分之一（86 家）的公司收入增速好于上年同期，未受疫情负面影响，实现收入提速；（4）公司增速呈现向中部区间（-30%~30%）靠拢的趋势，推测原因在于疫情下各企业增长趋同效应有所增加。

图表 1. 2018-2020 年营收平均增长情况



资料来源：万得，中银证券

图表 2. 2020 年营收增长公司占比减少 14pct



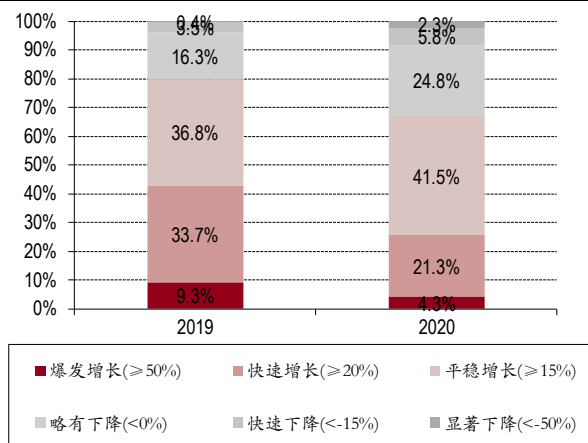
资料来源：万得，中银证券

图表 3. 2020 年营收提速个股占 1/3



资料来源：万得，中银证券

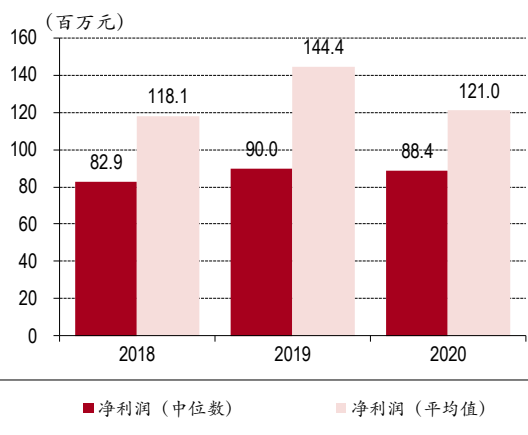
图表 4. 2020 年行业营收区间分布向中间靠拢



资料来源：万得，中银证券

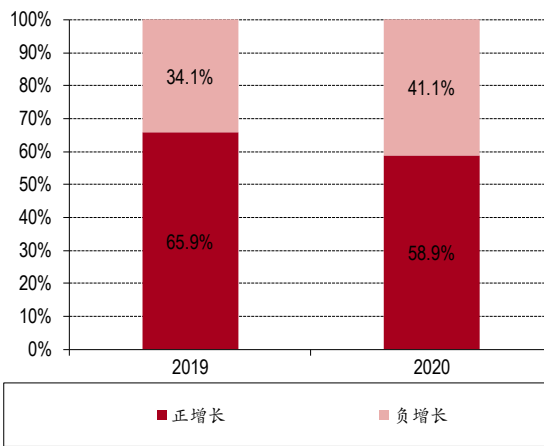
**归母净利润略有下降，分化持续：**（1）2020 年计算机行业归母净利润下降 1.7%（中位数）或 16.2%（平均值）；（2）近 60% 公司实现净利润正增长，较 2019 年小幅减少 7 个百分点；（3）尽管行业整体净利润同降，却有 102 家（40%）的公司实现了增速好于 2019 年水平，这一比例甚至高过营收；（4）增速区间分布上延续了 2019 年的趋势，各部分比例较 2019 年更为均匀。后两点反映行业分化特点持续或略有加重。

图表 5. 2018-2020 年净利润平均增长情况



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 2020 年净利润增长公司占比减少 7pct



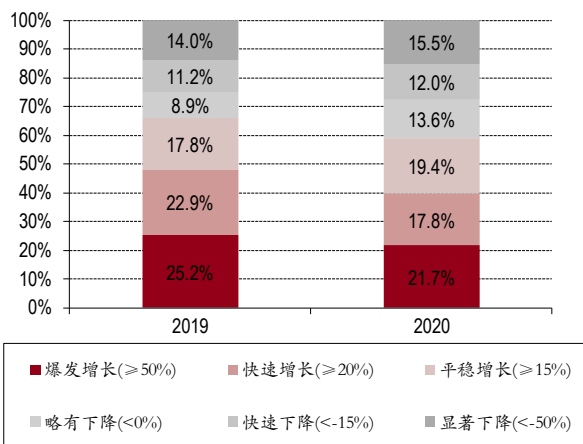
资料来源：万得，中银证券

图表 7. 2020 年净利润提速个股占 4 成



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 2020 年行业净利润区间分布基本保持

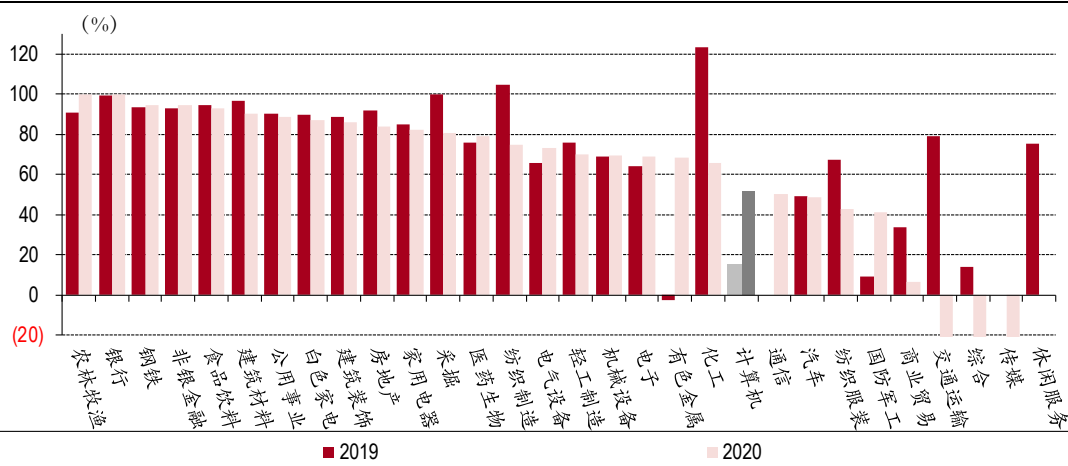


资料来源：万得，中银证券

**非经常性影响进一步减弱：**计算机行业比较受非经常性损益因素影响（但其中软件退税等部分补助与业务有相关性），因此我们也对扣非净利润做一定分析。以扣非净利润占归母净利润比例为指标，2020 年计算机行业数据为 51.9%，显著好于 2018 年的 28.7%和 2019 年的 15.0%，排在各个行业第 21 位。这是在 2018 年排 27 位和 2019 年排 25 位之后的又一改善年份。

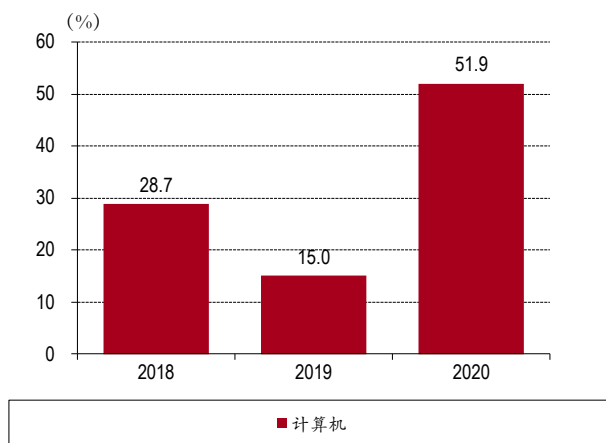
在细分子板块方面，均实现了指标的正向增长。占比最高的是软件开发（从 2019 年的 65.5%提升到 2020 年的 75.7%）。计算机设备与计算机应用都有大幅改善，并最终带动行业整体的指标改善。

图表 9. 各行业扣非净利润/净利润（整体法）比例及排序



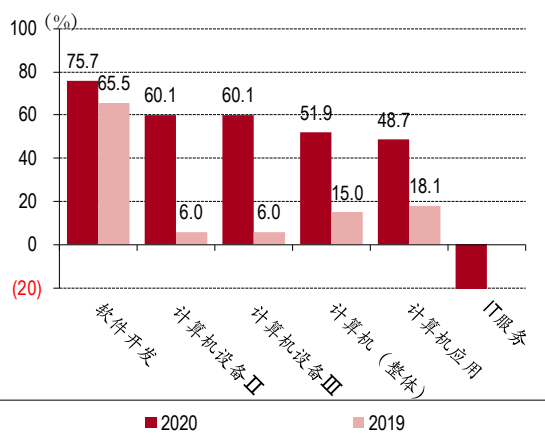
资料来源：万得，中银证券

图表 10. 2018-2020 年行业扣非净利润/净利润（整体法）



资料来源：万得，中银证券

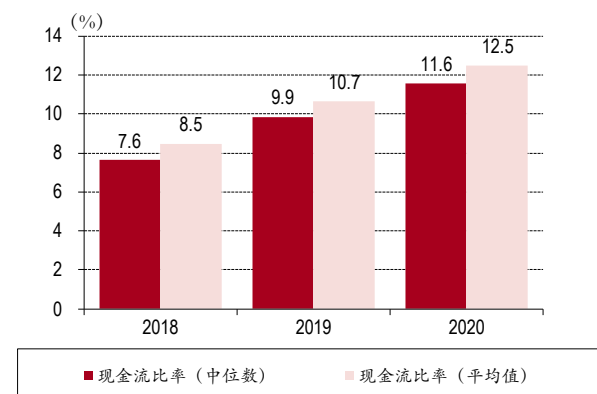
图表 11. 计算机子板块扣非净利润/净利润（整体法）排序



资料来源：万得，中银证券

**2020 年是现金流普遍改善年份：**2020 年受疫情影响，众多企业将工作重心放在回款和现金流改善上。经营性现金流占营收比例从 2019 年的 10.7% 提升到 2020 年的 12.5%（平均值）。151 家（59%）公司实现了现金流改善。

图表 12. 2018-2020 年现金流营收占比平均增长情况



资料来源：万得，中银证券

图表 13. 2020 年行业 6 成公司现金流占比改善



资料来源：万得，中银证券

综合以上，行业业绩表现略好于疫情负面影响的先验性预判，包括收入正增长、净利润下降有限、现金流改善等方面，反映出计算机行业仍然具有较强的韧性。尤其是扣非占比增长、回款能力提升都是过去 2-3 年持续发生的，意味着行业在成长性之外叠加了稳健发展的特质。

## 行情回顾：下挫过度，估值接近 2 年期底部

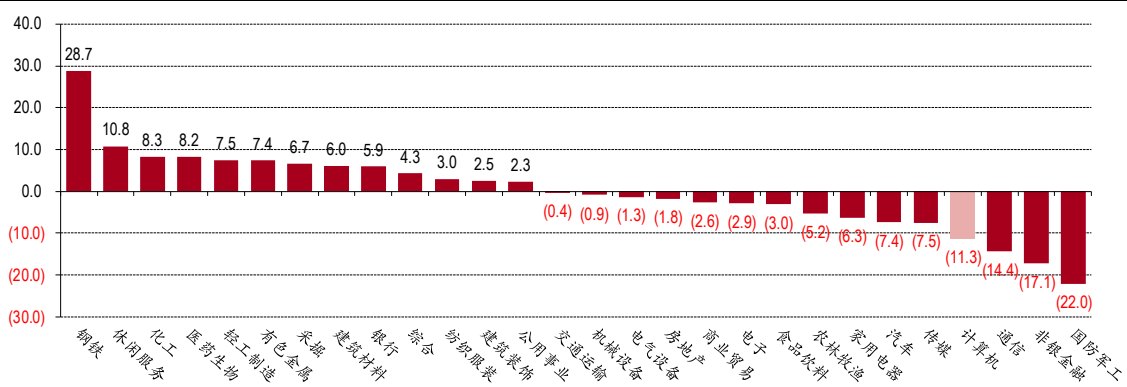
2021 年度策略报告之后，计算机缺少独立行情，2021 年经历了春节前抱团白马股创新高之后在节后迎来快速回调，整体延续了前期下挫趋势。而且相较于其他行业，计算机行业涨跌幅排名倒数第 4，年初至今录得 11.3% 的下跌。和主要指数以及 TMT 其他行业相比，相对收益也表现较弱。子板块中软件开发跌幅略小于其他子板块。

图表 14. 2019.4-2021.4 计算机（申万）指数走势



资料来源：万得，中银证券

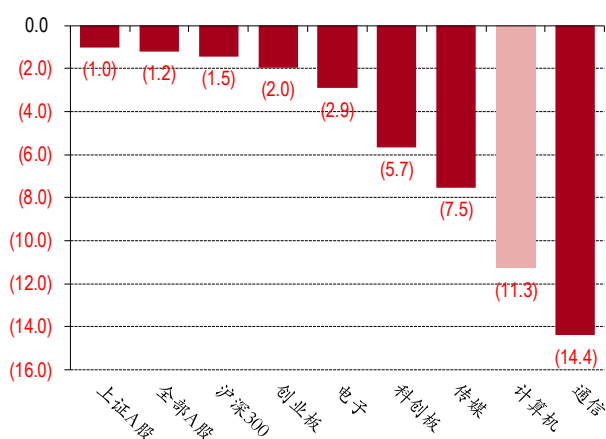
图表 15. 年初至今计算机在各行业中表现落后



资料来源：万得，中银证券

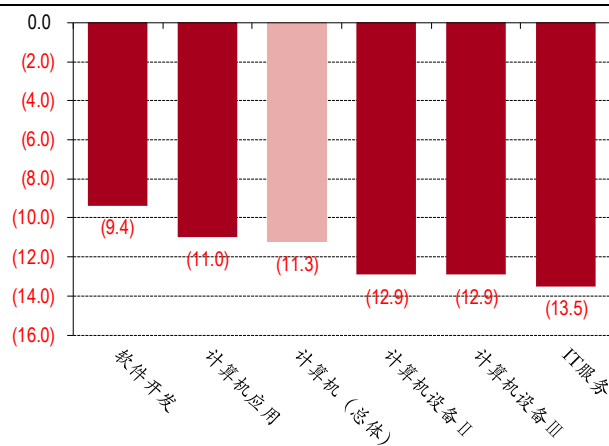


图表 16. 计算机和主要板块相比涨跌幅靠后（年初至今）



资料来源：万得，中银证券

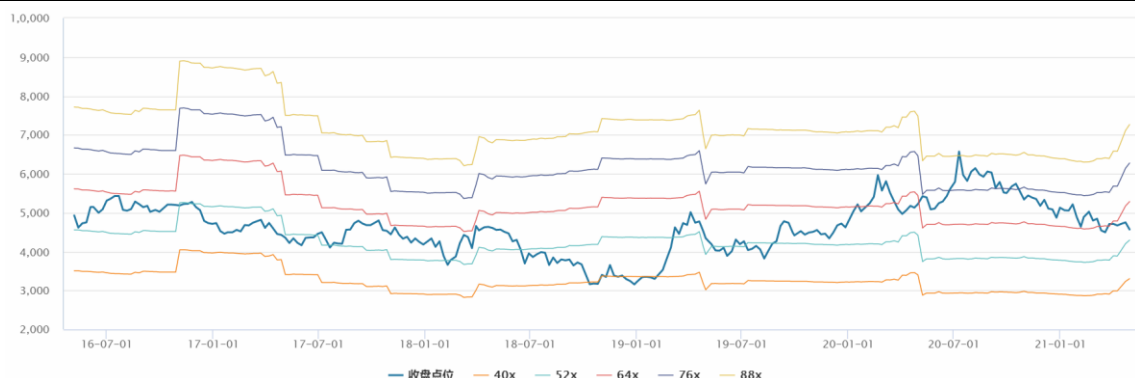
图表 17. 细分板块中软件涨跌幅略好于硬件（年初至今）



资料来源：万得，中银证券

**估值水平位于长期低位和近期底部：**行业市盈率（PE-TTM）当前值为 55X，位于历史 10 年期 54% 分位点、5 年期 43% 分位点和 2 年期 21% 分位点。如果看市销率指标，目前行业 PS 为 3.2X，在三个时间尺度都位于 12% 以下的分位点，也处于底部。

图表 18. 计算机行业 PE-Band



资料来源：万得，中银证券

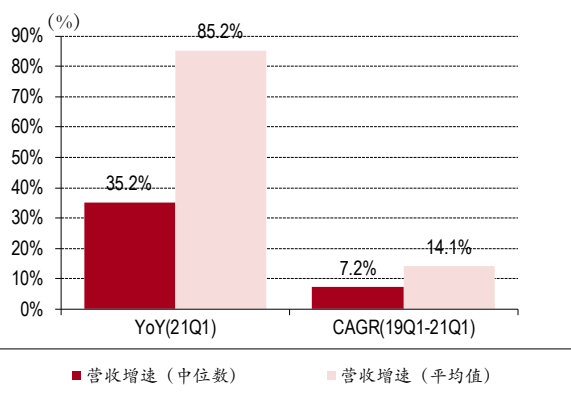
相比 2020 年的业绩并参考估值消化程度，我们认为这一轮的下跌已经超出基本面范畴。不合理的下挫不仅给行业带来投资价值的回升，而且部分超跌个股已经极具性价比。

## 全年展望：成长性明确

2021 年一季报已发布，基于上年同期基数受疫情影响严重，我们仍然做一个先验性预判，即 2021Q1 存在高增长基础。数据也验证了这一推测：季度营收同比（YoY）增长高达 35.2%（中位数）和 85.2%（平均值）、归母净利润同比（YoY）增长高达 37.6%（中位数）和 63.6%（平均值）。中位数收入、利润增速匹配；平均值（反映行业整体）收入增速高于利润，预计与项目收入节奏的季节性因素以及投入加大相关。

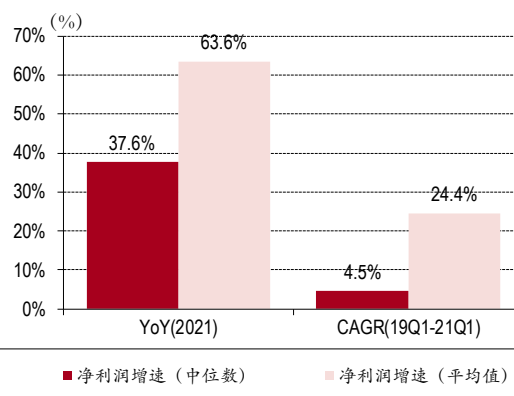
为消除 2020Q1 疫情的“业绩坑”影响，进一步以 2019Q1 为基数计算两年期的复合增速，可以看到：营收同比（CAGR）增长为 7.2%（中位数）和 14.1%（平均值）、归母净利润同比（CAGR）增长为 4.5%（中位数）和 24.4%（平均值）。结合我们往期业绩综述报告，行业增速一般在 5-15% 左右。这一结果反映即使剔除疫情影响，行业也在持续稳步增长。

图表 19. 21Q1 整体营收增速



资料来源：万得，中银证券

图表 20. 21Q1 整体净利润增速

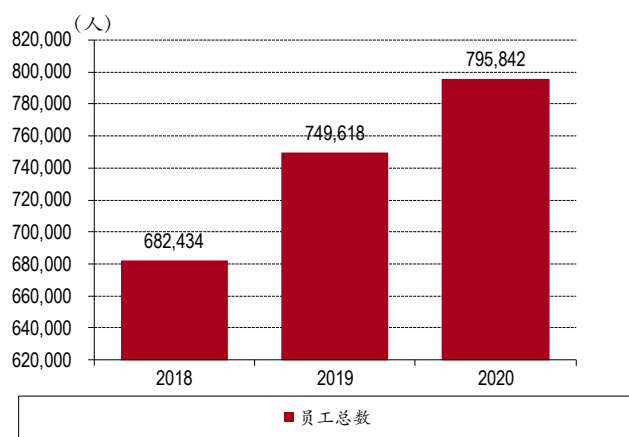


资料来源：万得，中银证券

注：计算 CAGR 时剔除 19Q1 和 21Q1 业绩转亏或转盈的公司

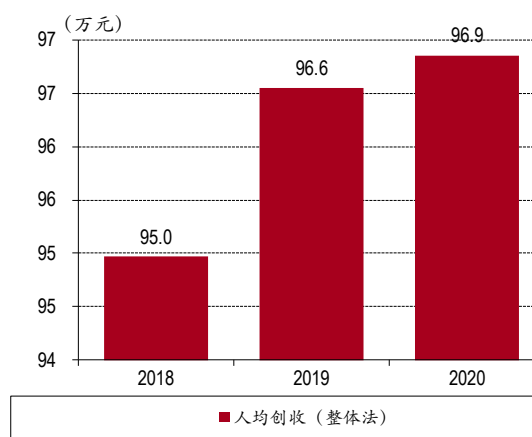
**单人 18 万年薪贡献 97 万收入和 6 万净利润：**成长预期还和行业整体的供求关系有关，需求方面参考政策和 Q1 业绩初步判断向上景气度不改，供应方面主要考虑人员情况。通过三年期的人均贡献指标可以看到，行业从业人员（员工总数）在持续增长，但 2020 年增速（6%）低于 2019 年（10%），预计上市公司在疫情中会对招聘有所控制。受年度业绩增减幅和人员增幅比较影响，人均创收仍然在提高，人均创利有所下降。人均薪酬略有降低，但高于 2018 年水平。

图表 21. 2018-2020 年行业员工总数



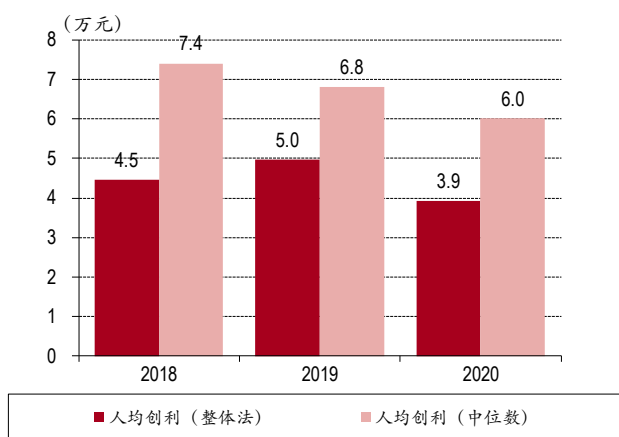
资料来源：万得，中银证券

图表 22. 2018-2020 年行业人均创收提升



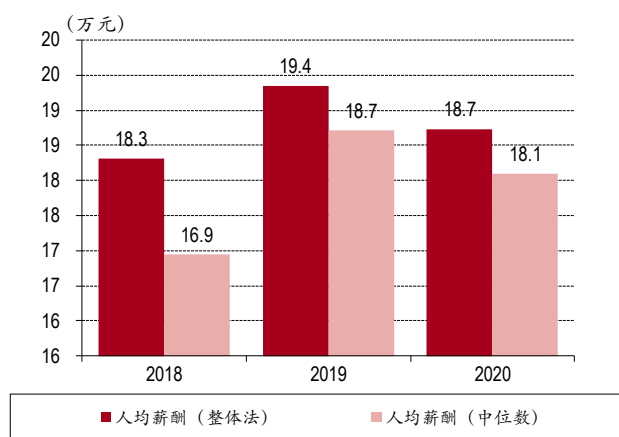
资料来源：万得，中银证券

图表 23. 2018-2020 年行业人均创利波动



资料来源: 万得, 中银证券

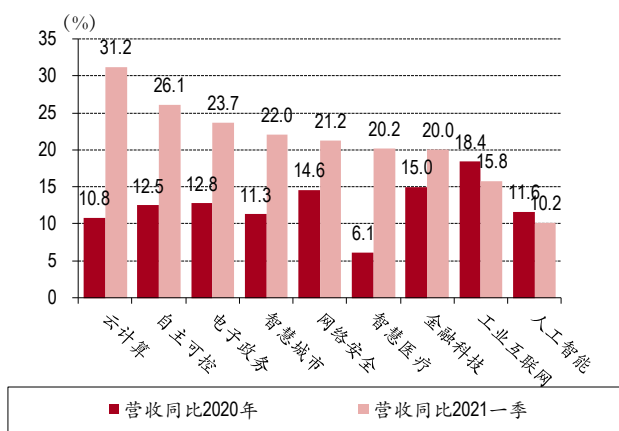
图表 24. 2018-2020 年行业人均薪酬



资料来源: 万得, 中银证券

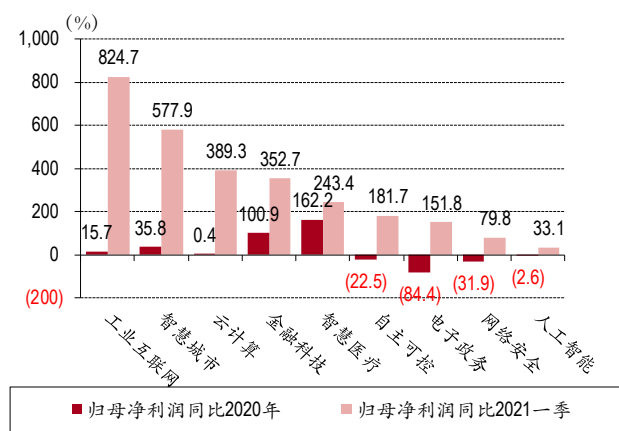
从子板块方面看, 2020 年工业互联网营收增速领先 (+18.4%), 随后是金融科技 (+15.0%) 和网络安全 (+14.6%); 医疗信息化/智慧医疗净利润增速领先 (+162.2%), 随后是金融科技 (100.9%) 和智慧城市 (35.8%)。2021 年一季度, 云计算 (+31.2%)、自主可控 (+26.1%) 和电子政务 (+23.7%) 营收增速位列前三, 工业互联网 (+824.7%)、智慧城市 (+577.9%) 和云计算 (+389.3%) 净利润增速居前。

图表 25. 2020-2021Q1 行业子板块营收增速



资料来源: 万得, 中银证券

图表 26. 2020-2021Q1 行业子板块净利润增速



资料来源: 万得, 中银证券

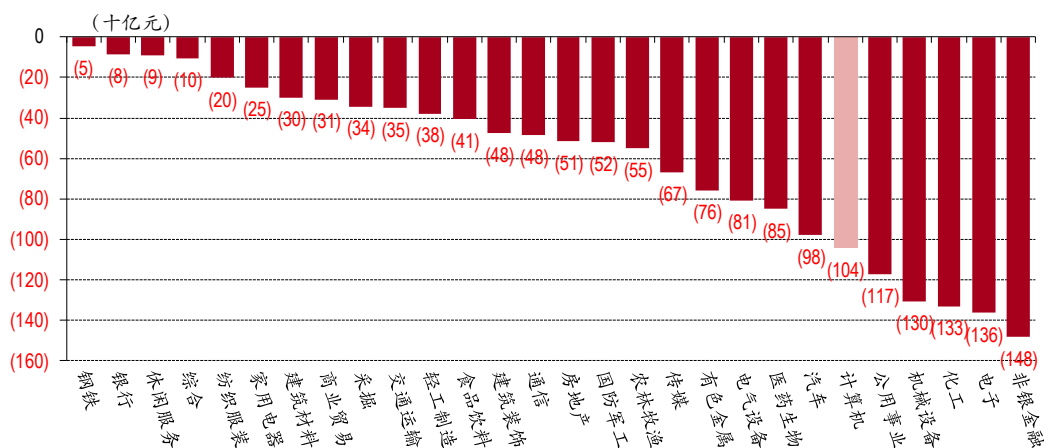
Q1 有同期基数原因, 以及季度收入占比偏低特征 (2019 年比例为 18.8%、2020 年比例为 15.6%), 因此这一高增速对全年的指引预计最终会打折扣。同时, 考虑 (1) 2020 年业绩 (尤其是净利润) 基数偏低; (2) 政策将数字经济作为十四五发展重要支柱; (3) 计算机行业 Q1 研发、销售费用分别同增 34%、26%, 加大投入之后产出应有提升, 因此我们认为全年行业成长性比较明确。

## 投资策略：聚焦+深挖，突围资金面包围圈

### 资金面预期不振，相对优势成突围“包围圈”关键

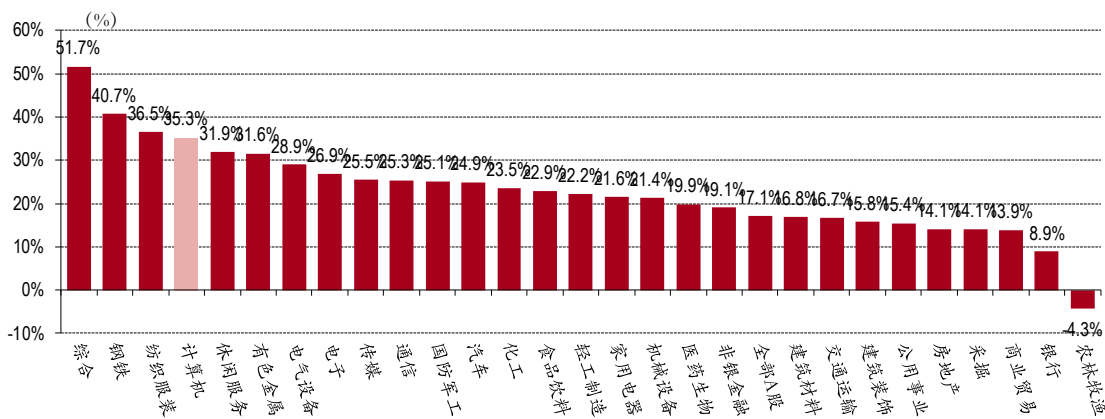
分析 2020H1 计算机行业大涨和 2020H2 至今持续下挫，基本面变化不大甚至好于预期，主要原因在于市场对资金面收紧的预期下，撤出前期涨幅较大、估值偏高的板块。但是在情绪和节后抱团股踩踏带动下，行业延惯性出现过度下跌。

图表 27. 年初至今各行业净流入资金排序：计算机靠后



资料来源：万得，中银证券

图表 28. 2021-2023 年各行业预测 EPS (整体法) CAGR 排序：计算机靠前



资料来源：万得，中银证券

### 十四五、数字经济是大方向

#### 聚焦好的赛道、深挖好的个股

站在当前时点，市场仍然对资金面的保持存在担忧，同时计算机行业缺乏提振估值的行业性催化因素，因此我们认为目前要秉持聚焦原则，既要收缩战线，又要积极挖掘错杀股并坚定持有。

细分赛道方面，我们基本延续 2021 年度策略的观点，同时更加聚焦到网络安全和云计算两方面。网络安全的景气度向上、行业格局有望改善，是还有预期差的重点赛道；云计算高增速持续，我们认为这一次云的大周期演进到达中段，仍然具有高配置价值。

## 网络安全增速和格局向好

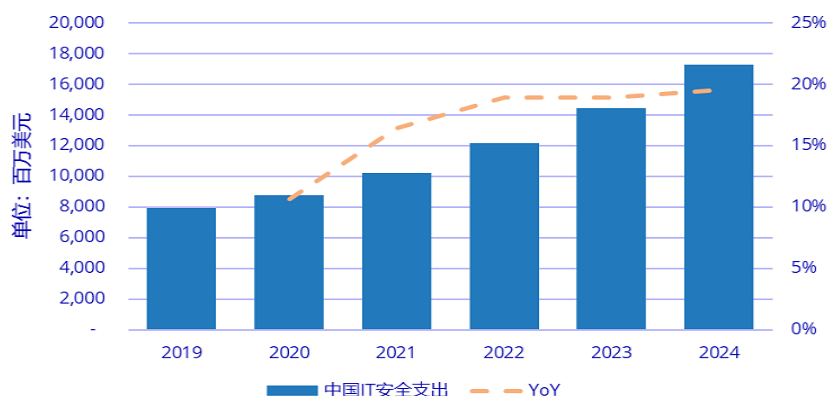
网络安全的预期差来源于市场前期对政策落地和行业技术创新认知不充分。一方面，《网络安全法》在 2017 年推出，从立法到影响市场决策要经历细则制定和观念普及阶段，使得市场对行业增长性敏感度下降；另一方面，态势感知、零信任、安全运营中心等行业企业积极推动的方向切实帮助产品和服务走入用户需求池，叠加政府、事业单位等积极采购的定期安全服务，使得行业增速提升。

根据 IDC 的数据，2020Q4，网络安全硬件各子市场（除传统防火墙之外）均实现了 20% 以上的高速增长。单季度厂商收入约 14.1 亿美元（合 94.1 亿元人民币），同比涨幅为 27.4%。2020 全年中国安全硬件厂商收入约 32.7 亿美元（合 218.2 亿元人民币），市场实现了强势反弹。全年安全硬件、软件和服务支出占比分别为 47.2%、20.8% 和 32.0%。

除了细分领域自身的季度性规律和疫情好转原因外，还受到大量项目开始集中采购影响。下游行业方面，政府、金融、运营商传统三大行业发力，同时医疗、交通、制造等行业也涌现大量机会，为四季度以及全年的增长做出显著贡献。

IDC 还预测，2021 年中国网络安全市场规模将达 102.2 亿美元（约合人民币 662.1 亿元），2020-2024 年 CAGR 为 16.8%，增长至 2024 年的 172.7 亿美元（约合人民币 1,118.8 亿元），增速继续领跑全球（同期 CAGR 为 9.4%）。

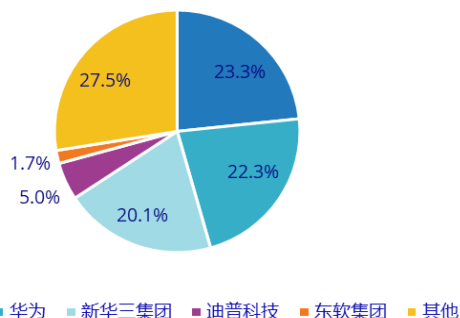
图表 29. 2019~2024 年中国 IT 安全市场支出预测



资料来源：IDC，中银证券

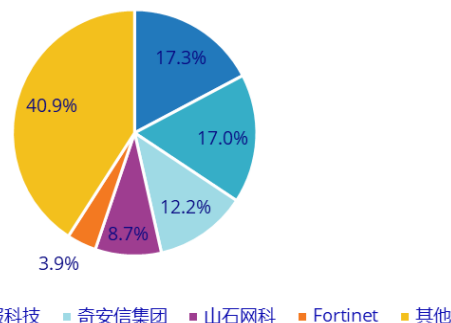
竞争格局方面，市场近年来预期行业集中度会有所提升。IDC 的最新数据或可支撑这一判断。2020 年各个安全细分领域的份额和排名出炉，天融信、启明星辰（网御星云）、深信服、奇安信、华为等公司在不同领域位列前茅，新华三、迪普、山石网科、绿盟科技、安恒信息、东软集团等公司也具备优势。

图表 30. 2020 年中国 UTM 防火墙市场份额



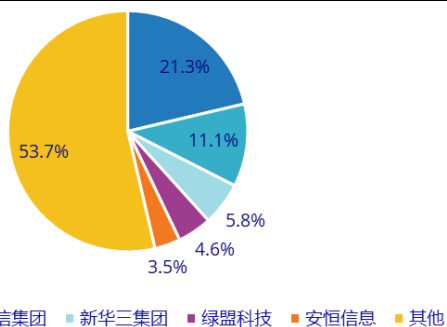
资料来源：IDC，中银证券

图表 30. 2020 年中国统一威胁管理 (UTM) 市场份额



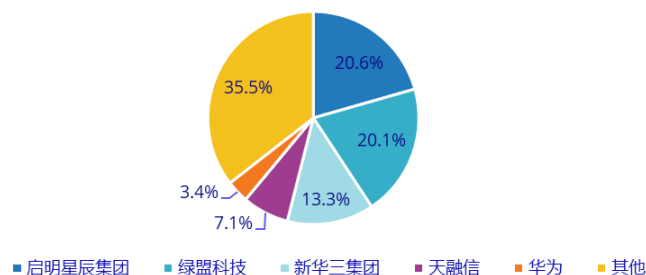
资料来源：IDC，中银证券

图表 31. 2020 年中国内容安全管理市场份额



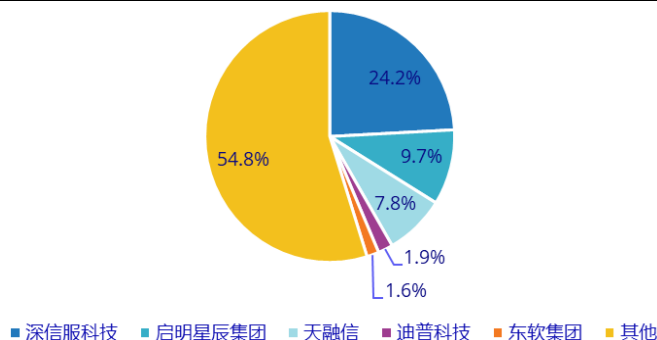
资料来源: IDC, 中银证券

图表 32. 2020 年中国入侵检测与防御市场份额



资料来源: IDC, 中银证券

图表 33. 2020 年虚拟专用网络市场份额



资料来源: IDC, 中银证券

如果对比 2019 年的份额数据, 我们可以发现“冠军”厂商或前三厂商的份额在 UTM、IDP 和 VPN 等领域有所提升, 开始印证行业格局改善趋势。

图表 34. 部分网络安全子领域集中度有所提升

子领域	CR1(%)		CR3(%)	
	2019	2020	2019	2020
安全内容管理 (AC)	22.4	21.3	39.5	38.2
UTM 防火墙	24.0	23.3	67.4	65.7
统一威胁管理 (UTM)	16.5	17.3	42.6	46.5
入侵检测与防御 (IDP)	20.3	20.6	50.3	54.0
虚拟专用网 (VPN)	24.8	40.0	24.2	41.7

资料来源: 万得, 中银证券

新的安全技术和趋势方面, 值得关注的包括零信任、安全服务 (如 MSS)、数据安全等。

**零信任:** 零信任与传统的基于边界进行防御的网络安全理念不同, 其基于“默认拒绝、永不信任”的前提, 构建了一种细粒度的访问控制理念, 其中, 软件定义边界、微隔离和身份识别与访问管理技术是实现零信任的三个核心技术能力。据 MarketsandMarkets 预测, 全球零信任市场规模将从 2020 年的 196 亿美元增长到 2026 年的 516 亿美元, 期间 CAGR 为 17.4%。

**安全服务:** IDC 报告显示 2019 年, 全球市场以服务 and 软件市场为主, 服务市场规模占比超过 45%。而中国的网络安全市场仍以硬件为主, 硬件市场占比超过 55%。正如前文所述, 2020 年这一分布有所变化, 硬件市场占比下降至 47.2%。随着网络安全领域“托管式”服务需求增加, 以及每年特殊场景的政企安全服务采购带动, 安全服务空间会进一步放大。

**数据安全：** IDC Global DataSphere 显示，2020 年全球创造了 59ZB 的数据，50.4% 的数据需要保护。其中，约 1/4 的数据是私有数据，安全要求高。头豹研究院预计数据安全市场规模在 2019~2023 年的 CAGR 将达 26.1%，形成百亿级市场。

图表 35. 数据安全建设方案



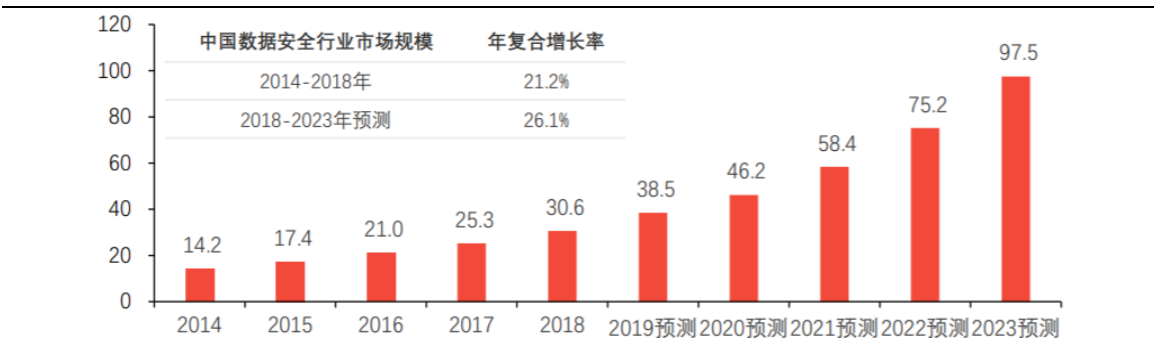
资料来源：IDC，中银证券

图表 36. 数据安全产业链



资料来源：头豹研究院，中银证券

图表 37. 中国数据安全市场规模预测 (亿元)：CAGR 达 26.1%



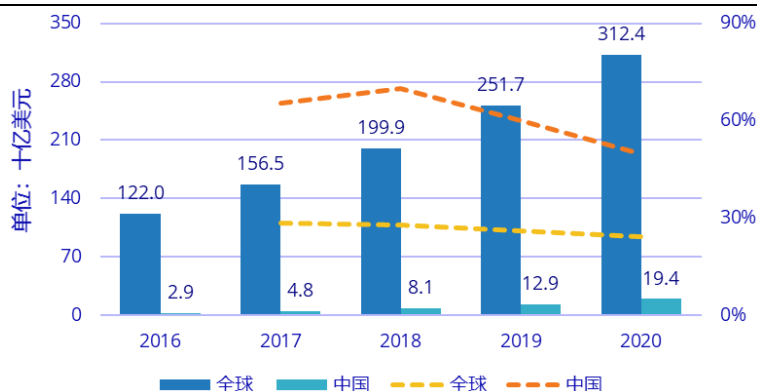
资料来源：头豹研究院，中银证券

## 云计算在当前周期主线地位持续

云计算大周期在过去两年逐渐被市场认知，目前预计进入发展历程的中段。我们认为，行业第一阶段对应股价的驱动力是市场基于商业模式和高增长的估值溢价，下一阶段行业的红利在于业绩超预期兑现，原因是国内政企客户对云计算的接受程度将实质性的上升。换句话说，早期低基数下的高成长并不会随着发展进入中段而明显放缓，相反企业上云的速度可能让市场不断上修预期。

IDC《全球及中国公有云服务市场(2020年)跟踪》数据显示,2020年全球公有云服务(IaaS+PaaS+SaaS)达3,124.2亿美元(+24.1%)，中国市场规模则达193.8亿美元(+49.7%)，增速全球领先。预计2024年中国市场在全球占比将从2020年的6.5%提升到10.5%。

图表 38. 全球和中国公有云服务市场规模

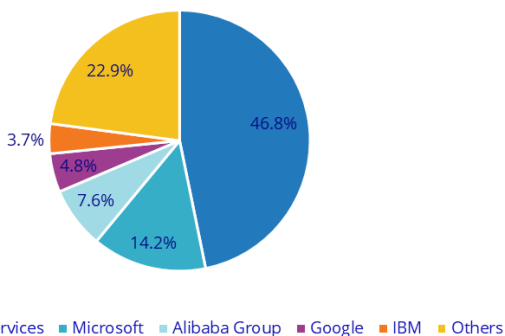


资料来源: IDC, 中银证券

在公有云 IaaS 市场份额方面，全球依然是亚马逊 AWS 领先，微软 Azure 位居第二，阿里云排在第三；国内市场（20Q4）则由阿里云大幅领先，单季度华为云微幅超过腾讯云暂居第二。根据 Gartner 的数据，阿里云份额从 2016 年的 3.7% 上升至 2020 年的 9.5%，连续五年上涨。

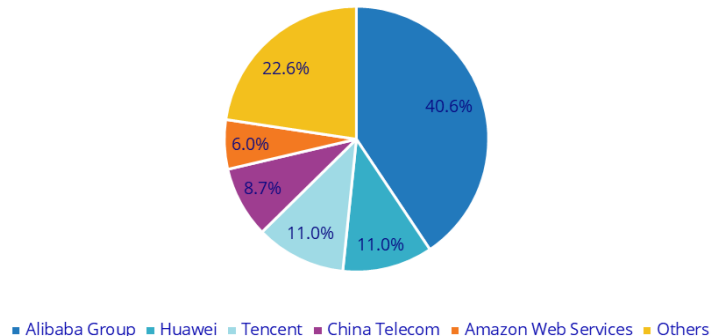
另一个标志性的事件是阿里云在 2020 年第四季度首次出现盈利，调整后的 EBITA 为 2400 万元人民币（300 万美元）。季度财报显示，阿里云计算业务收入为 161.2 亿元人民币（24.7 亿美元），同比增长 50%，主要受互联网、零售和公共部门客户带动。

图表 39. 2020 年全球公有云 IaaS 份额



资料来源: IDC, 中银证券

图表 40. 2020Q4 年中国公有云 IaaS 市场份额



资料来源: IDC, 中银证券

云软件 (SaaS) 方面，除了头部厂商全部推出云原生产品线之外，还开始重视 ARR 指标。市场认知到 ARR (Annualized Recurring Revenue, 年化经常性收入) 是云计算公司最值得注意的指标，可以直接反映云业务的健康状况。相关指标还包括 CARR (Committed ARR, 是已签订合同但未计入当年收入的部分，加上今年收入中剔除未续约的客户 ARR 收入) 和 MRR (Monthly Recurring Revenue)。相信更多转云企业将在财报中披露其 ARR 或等效指标，使得对其估值可以与行业匹配。



云软件（PaaS）方面，继中台之后的新趋势是低代码/零代码。据 Forrester 统计，2019 年低代码市场规模约 38 亿美元，预计 2021 年增长到 152 亿美元，75% 的应用程序在低代码平台上开发。Gartner 观点略微保守，在 2019 年魔力象限报告中提到 2024 年 65% 以上的应用将由低代码工具开发。海比研究院、中国软件网联合中国软件行业协会发布的《2021 年中国低代码/无代码市场研究报告》指出中国市场规模已达 19 亿，未来五年 CAGR 高达 49.5%，第三方使用人员达 42.6 万人，入局厂商涵盖云厂商、行业软件厂商、开发工具厂商。

图表 41. 低代码开发模式



资料来源：中国软件行业协会、中国软件网、葡萄城《2020 中国低代码开发平台十大发展趋势》，中银证券

图表 42. 两类低代码厂商



资料来源：T 研究，中银证券

## 投资建议：把握大方向，坐等“情绪错配”的纠偏

### 板块和个股推荐

十四五期间，数字经济是国家重点推进的支柱性方向，计算机行业（尤其是政企信息化）必将具备长足发展的机会。把握这一国计方针将明确投资方向。政策多次表示资金面不会急转弯，市场对少数抱团个股的高估值有畏惧情绪，却误将计算机行业机会错过是不可取的，后续将会随着业绩兑现而出现纠偏。

赛道推荐方面，除了网络安全和云计算板块之外，可预见智能驾驶（造车新势力）、金融科技（数字货币）等赛道也存在事件催化下的阶段性机会。

个股推荐方面，网络安全公司包括深信服（关注）、奇安信（关注）、启明星辰、美亚柏科，云计算公司包括金山办公、用友网络、福昕软件、浪潮信息，以及中科创达、恒生电子等。

### 风险提示

#### 1、宏观经济下行

政企IT投入受整体经济局面和预期影响，若我国GDP增长快速放缓，将影响计算机行业整体增长情况。

#### 2、资金面收紧

随着疫情好转，全球可能调整前期宽松政策，对资金面造成实质压力，影响计算机行业估值和风险偏好。

#### 3、创新产品不及预期

SaaS、人工智能、5G等创新产品领域受技术研发突破影响，可能存在低于预期的风险。

附录图表 44. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)	
					2020A	2021E	2020A	2021E
688111.SH	金山办公	增持	356.50	1,643	1.66	2.52	215	141
600588.SH	用友网络	买入	32.30	1,056	0.37	0.51	87	63
688095.SH	福昕软件	买入	211.70	102	2.39	3.35	89	63
000977.SZ	浪潮信息	买入	26.26	382	1.01	1.38	26	19
002439.SZ	启明星辰	买入	30.02	280	0.94	1.20	32	25
300188.SZ	美亚柏科	买入	16.40	132	0.53	0.69	31	24
688561.SH	奇安信-U	未有评级	90.59	616	(0.33)	0.16	(275)	566
300454.SZ	深信服	未有评级	256.17	1,060	1.96	2.57	131	100
300496.SZ	中科创达	增持	125.50	531	0.97	1.40	129	90
600570.SH	恒生电子	买入	87.00	908	1.18	1.35	74	64

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日5月7日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371