

计算机

证券研究报告
2021年09月19日

周观点：计算机估值锚的变与不变

行业观点及重点推荐

成长股的估值，尤其是计算机行业公司的估值问题一直困扰着很多领导。尤其在近期，计算机行业“高估值”白马调整明显，市场对此的困惑更大了。近期我们听到市场疑问，“一切都要重回 PE 估值吗？”（上一次听到是在 18 年年底）

那么计算机行业的估值锚真的变化了吗？回答这个问题，首先要回到估值锚本身，到底有哪些变与不变呢，我们的理解是：

1、**不变的**：估值锚取决于对公司业务本质的理解，对应选取相应的估值方式并暗含着中长期水平，并不受短期市场环境波动。

2、**变化的**：但估值也不会一成不变。除了公司短期增速，更多受到市场环境的影响如其他行业估值高低、行业自身情绪影响，在一定区间波动。

如果理解清楚这两点，回到计算机行业的话，如果一家公司模式为产品化，特定时期高研发投入牺牲短期利润，同时收入保持高速增长，以 PS 估值（隐含稳态 PE 和净利率）就是应当的。因此，所谓“高估值”公司的估值方式并不应因市场环境而从 PS 切换为 PE。

因此，我们认为近期计算机行业所谓“高估值”白马的调整更是中长期机会，考虑高成长性调整幅度是有限的（如下图）。我们看到相关公司的中长期逻辑稳固，短期基本面乐观，当下变化的更多是低估值板块的“火热”，计算机行业情绪“冰点”，但这种极端环境通常并不长久。

市场悲观，我们乐观，我们还是那句话，计算机只输时间，不输空间！除了“高估值”白马近期调整明显，受市场担心 Q3 工业景气度影响工业软件板块近期亦表现疲软，但我们认为实际影响有限，尤其是对于低份额公司：

其一，数字化转型，工业软件是刚需。企业家越来越认识到软件对企业转型升级，效率提升的重要性，工业软件、智能制造已是刚需。

其二，国产替代，增长逻辑更多在于份额提升。不少工业软件公司份额较低，对整体工业敏感度不大，增长更受益于产品突破+信创下的份额提升。

基于此，工业软件继续重点推荐中望软件、维宏股份、赛意信息、宝信软件，建议关注中控技术、鼎捷、瑞松科技、盈建科、映翰通、霍来沃等。

市场及板块走势回顾

上周，计算机板块下跌了 2.87%，同期创业板指下跌了 1.20%，沪深 300 下跌了 3.14%，板块跑输大盘。

风险提示：宏观经济不景气，板块政策发生重大变化，国内外环境发生重大变化

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

缪欣君 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080003
miaoxinjun@tfzq.com

行业走势图



资料来源：

相关报告

- 1 《计算机-行业专题研究:计算机投资框架：当下只输时间，不输空间》 2021-09-13
- 2 《计算机-行业研究周报:计算机行业 2021 年半年报点评》 2021-09-04
- 3 《计算机-行业点评:北京证券交易所宣布设立，资本市场改革有望全面提速》 2021-09-03

内容目录

行业观点	3
行业观点及重点推荐	3
市场及板块走势回顾	5

图表目录

图 1: 估值更多受到市场环境的影响, 在一定区间波动	3
图 2: 以深信服为例, 其估值底在 10X (PS TTM), 而公司对应 20 年 12X, 21 年 8X.....	4
图 3: 制造业典范德赛西威上市初加大智能制造投入, 取得极佳效果.....	4
表 1: 本周板块行情	5
表 2: 本周涨跌前十的公司	5

行业观点

行业观点及重点推荐

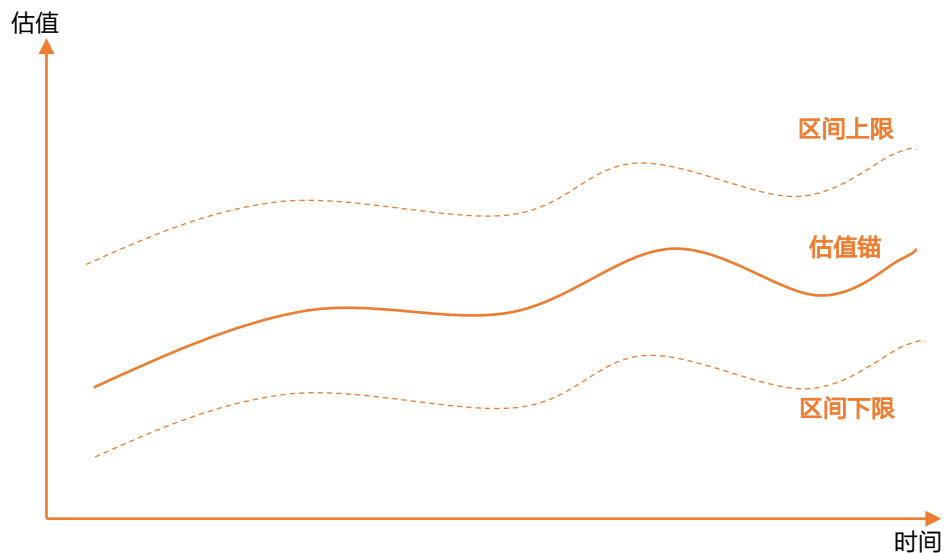
成长股的估值，尤其是计算机行业公司的估值问题一直困扰着很多领导。尤其在近期，计算机行业“高估值”白马调整明显，市场对此的困惑更大了。近期我们听到市场疑问，“一切到要重回 PE 估值吗？”（上一次听到是在 18 年年底）

那么计算机行业的估值锚真的变化了吗？回答这个问题，首先要回到估值锚本身，到底有哪些变与不变呢，我们的理解是：

1、**不变的**：估值锚取决于对公司业务本质的理解，对应选取相应的估值方式并暗含着中长期水平，并不受短期市场环境波动。

2、**变化的**：但估值也不会一成不变。除了公司短期增速，更多受到市场环境如其他行业估值高低、行业自身情绪影响，在一定区间波动。

图 1：估值更多受到市场环境影响，在一定区间波动



资料来源：天风证券研究所

如果理解清楚这两点，回到计算机行业的话，如果一家公司模式为产品化，特定时期高研发投入牺牲短期利润，同时收入保持高速增长，以 PS 估值（隐含稳态 PE 和净利率）就是应当的。因此，所谓“高估值”公司的估值方式并不应因市场环境而从 PS 切换为 PE。

因此，我们认为近期计算机行业所谓“高估值”白马的调整更是中长期机会，考虑高成长性调整幅度是有限的（如下图）。我们看到相关公司的中长期逻辑稳固，短期基本面乐观，当下变化的更多是低估值板块的“火热”，计算机行业情绪“冰点”，但这种极端环境通常并不长久。

图 2：以深信服为例，其估值底在 10X (PS TTM)，而公司对应 20 年 12X，21 年 8X



资料来源：Wind、天风证券研究所

市场悲观，我们乐观，我们还是那句话，计算机只输时间，不输空间！除了“高估值”白马近期调整明显，受市场担心 Q3 工业景气度影响工业软件板块近期亦表现疲软，但我们认为实际影响有限，尤其是对于低份额公司：

其一，数字化转型，工业软件是刚需。企业家越来越认识到软件对企业转型升级，效率提升的重要性，工业软件、智能制造已是刚需。

图 3：制造业典范德赛西威上市初加大智能制造投入，取得极佳效果

惠州市德赛西威汽车电子股份有限公司

招股说明书

经营规模。同时，高端汽车电子市场仍处于国际公司垄断地位，市场竞争环境不利于国内厂商，通过本次补充运营资金，将促使公司更有能力在未来与国际厂商竞争的环境中应对各种困难，更有利于发挥公司优势，抓住发展中的机遇，抵御风险，实现公司和产业的升级。

三、募集资金投资项目分析

(一) 汽车电子智能工厂建设项目

1、项目投资概况

本项目总投资额 66,685.98 万元，其中，建设工程及设备投资 53,833.54 万元，铺底流动资金 12,852.43 万元。截至 2017 年 6 月 30 日，公司汽车电子智能工厂建设项目已投资 27,633.58 万元，汽车电子智能工厂建设项目进展顺利。

本项目总投资 66,685.98 万元，项目达产后年均收入为 319,990.48 万元，年均净利润 20,203.16 万元，税后静态投资回收期为 5.99 年，税后动态投资回收期为 7.55 年（含建设期 2 年），税后项目财务内部收益率为 22.38%。

资料来源：德赛西威招股说明书、天风证券研究所

其二，国产替代，增长逻辑更多在于份额提升。不少工业软件公司份额较低，对整体工业敏感度不大，增长更受益于产品突破+信创下的份额提升。

基于此，工业软件继续重点推荐中望软件、维宏股份、赛意信息、宝信软件，建议关注中控技术、鼎捷、瑞松科技、盈建科、映翰通、霍来沃等。

市场及板块走势回顾

上周，计算机板块下跌了 2.87%，同期创业板指下跌了 1.20%，沪深 300 下跌了 3.14%，板块跑输大盘。

表 1: 本周板块行情

证券代码	证券简称	本周收盘	上周收盘	周涨跌幅	年初以来涨跌幅	20 年年末收盘
C1801750	计算机(申万)	4795.90	4937.38	-2.87%	-6.46%	5126.95
000001.SH	上证综指	3613.97	3703.11	-2.41%	4.06%	3473.07
399106.SZ	深证综指	2446.05	2502.02	-2.24%	7.57%	2273.99
000300.SH	沪深 300 指数	4855.94	5013.52	-3.14%	-3.69%	5042.01
399005.SZ	中小板指数	9455.79	9682.34	-2.34%	-0.94%	9545.18
399006.SZ	创业板指数	3193.26	3232.01	-1.20%	7.65%	2966.26
884091.WI	云计算	5380.80	5498.17	-2.13%	3.02%	5222.87
884136.WI	互联网金融	3782.96	3910.56	-3.26%	9.13%	3466.35
884156.WI	在线教育	4746.86	4907.44	-3.27%	0.70%	4713.79
884131.WI	大数据	12583.67	12955.44	-2.87%	4.24%	12071.57
884157.WI	智慧医疗	7122.95	7305.92	-2.50%	-3.33%	7368.53
884210.WI	智慧城市	4605.28	4710.99	-2.24%	2.38%	4498.35
884201.WI	人工智能	6513.79	6686.59	-2.58%	13.33%	5747.42

资料来源: Wind、天风证券研究所

表 2: 本周涨跌前十的公司

周涨幅前十					周跌幅前十				
证券代码	证券简称	本周收盘	上周收盘	周涨跌幅	证券代码	证券简称	本周收盘	上周收盘	周涨跌幅
300275.SZ	梅安森	13.40	10.30	30.10%	300202.SZ	聚龙股份	4.42	5.11	-13.50%
300513.SZ	恒实科技	12.46	11.43	9.01%	300458.SZ	全志科技	68.00	77.89	-12.70%
000662.SZ	*ST 天夏	0.25	0.23	8.70%	300290.SZ	荣科科技	6.43	7.25	-11.31%
603025.SH	大豪科技	32.29	30.05	7.45%	300311.SZ	任子行	7.59	8.51	-10.81%
603869.SH	新智认知	10.63	9.93	7.05%	300532.SZ	今天国际	10.15	11.35	-10.57%
002312.SZ	三泰控股	18.00	16.85	6.82%	000066.SZ	中国长城	13.31	14.85	-10.37%
002380.SZ	科远智慧	14.12	13.24	6.65%	300365.SZ	恒华科技	12.63	14.02	-9.91%
300520.SZ	科大国创	21.35	20.02	6.64%	300042.SZ	朗科科技	13.38	14.84	-9.84%
600734.SH	*ST 实达	2.75	2.60	5.77%	603881.SH	数据港	33.33	36.94	-9.77%
002153.SZ	石基信息	19.46	18.40	5.76%	300598.SZ	诚迈科技	54.59	60.07	-9.12%

资料来源: Wind、天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com