

计算机

关键时刻：逻辑不变，信心不变

当前计算机板块出现回调，市场普遍关心后续的行情演绎。

一、中期逻辑，变了吗？

我们的观点非常明确：事物总是波浪前进，逻辑不变信心不变。展望未来，首先要回顾过去，计算机 7 月以来反弹的逻辑是什么？

1、**从 eps 角度：**“收入利润剪刀差”，以金融 IT 为代表 Q3 业绩的突围
详见 8 月 21 日报告：《一个主线，有望带领计算机 Q3 业绩突围》

2、**从估值角度：**产业趋势加速，信创尤其是十一后信创产业的加速。
详见 10 月 16 日报告：《央企 IT 亮剑，引领行业数字化国产化升级》

那这两点，现在发生变化了吗？目前看，并未有根本变化。Q4 疫情的影响我们不否认，但这是对所有行业的影响。疫情影响终会过去，关键是后续恢复计算机板块是否占优？

三季报的报表就很能说明部分问题。Q2 末疫情影响减弱，三季报已体现利润的弹性（金融 IT，Q3 扣非净利润 YoY 普遍 25%+）和收入的韧性（白马，Q3 收入 YoY 普遍 17%+）。

二、长期逻辑的认识，仍然不足

而如果我们把眼光放长，长期逻辑亦未变化。行业信创驱动，无论是看明年还是看未来三年，放眼 A 股计算机的相对成长性和成长的可持续性凸显。在此我们重申，正如 18 年底的半导体。

需要注意的是，与市场认知不同，我们认为信创或是对大部分计算机细分领域需求侧的增量（不仅是基础软硬件国产化，更是应用的重构，尤其是在 ARM 生态下）。考虑系统重要性和支付能力，我们重申金融信创是先锋。

详见报告：

- 1、1 月 3 日：《21 年底的计算机，正如 18 年底的半导体》
- 2、1 月 6 日：《以金融为名，行业国产化盛宴开启》

三、行业底层逻辑，更被忽视

当然，我们也想说明的是，计算机不等于信创，信创更不等于计算机。以数字经济为基，更为关键的计算机底层逻辑被市场所忽视：需求侧，GDP 长期降速背景下 IT 增长的可持续性，供给侧互联网人才红利进入软件行业（不只是人均薪酬增速放缓）。

详见报告&公众号：

- 1、9 月 5 日：《以金融 IT 为例，看计算机 TOB 消费属性》
- 2、9 月 18 日：《远不止信创：盐碱地将如何变为百亩良田》

综上，逻辑不变，我们信心不变！

风险提示：政策落地不及预期风险、疫情反复风险、外部技术封锁风险。

证券研究报告

2022 年 11 月 27 日

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：聚源数据

相关报告

- 1 《计算机-行业点评:以数据体系为纲，医疗 IT 需求有望加速恢复》
2022-11-15
- 2 《计算机-行业点评:关基安全保护要求发布，看好商用密码应用加速渗透》
2022-11-13
- 3 《计算机-行业点评:重大更新，信创基础软硬件：当下重视国产 GPU》
2022-10-27

当前计算机板块出现回调，市场普遍关心后续的行情演绎。

1. 中期逻辑，变了吗？

我们的观点非常明确：事物总是波浪前进，逻辑不变信心不变。展望未来，首先要回顾过去，计算机7月以来反弹的逻辑是什么？（7月金融IT板块率先反弹，而后逐步在10月演绎至计算机板块性机会）

1、从eps角度：“收入利润剪刀差”，以金融IT为代表Q3业绩的突围

详见报告：8月21日：《一个主线，有望带领计算机Q3业绩突围》

2、从估值角度：产业趋势加速，信创尤其是十一后信创产业的加速。

详见报告：10月16日：《央企IT亮剑，引领行业数字化国产化升级》

图1：计算机十一后见底，但金融IT7月已触底走强（提前接近三个月）



资料来源：Wind、天风证券研究所

那这两点，现在发生变化了吗？目前看，并未有根本变化。Q4 疫情的影响我们不否认，但这是对所有行业的影响。疫情影响终会过去，关键是后续恢复计算机板块是否占优？

三季报的报表就很能说明部分问题。Q2 末疫情影响减弱，三季报已体现利润的弹性（金融IT，Q3 扣非净利润YoY普遍25%+）和收入的韧性（白马，Q3 收入YoY普遍17%+）。

表1：计算机三季报值得好好研究，透露了众多关键指导未来的信息

	公司	22年Q3收入增速	22年Q3扣非净利润增速
白马	广联达	19%	34%
	恒生电子	26%	966%
	用友网络	17%	-247%
	金山办公	24%	3%
金融IT	中科江南	19%	87%
	信安世纪	35%	79%
	顶点软件	31%	25%
	京北方	24%	34%

资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 长期逻辑的认识，仍然不足

而如果我们把眼光放长，长期逻辑亦未变化。行业信创驱动，无论是看明年还是看未来三年，放眼 A 股计算机的相对成长性和成长的持续性凸显。在此我们重申，正如 18 年底的半导体。

需要注意的是，与市场认知不同，我们认为信创或是对大部分计算机细分领域需求侧的增量（不仅是基础软硬件国产化，更是应用的重构，尤其是在 ARM 生态下）。考虑系统重要性和支付能力，我们重申金融信创是先锋。

详见报告：

- 1、1月3日：《21年底的计算机，正如18年底的半导体》
- 2、1月6日：《以金融为名，行业国产化盛宴开启》

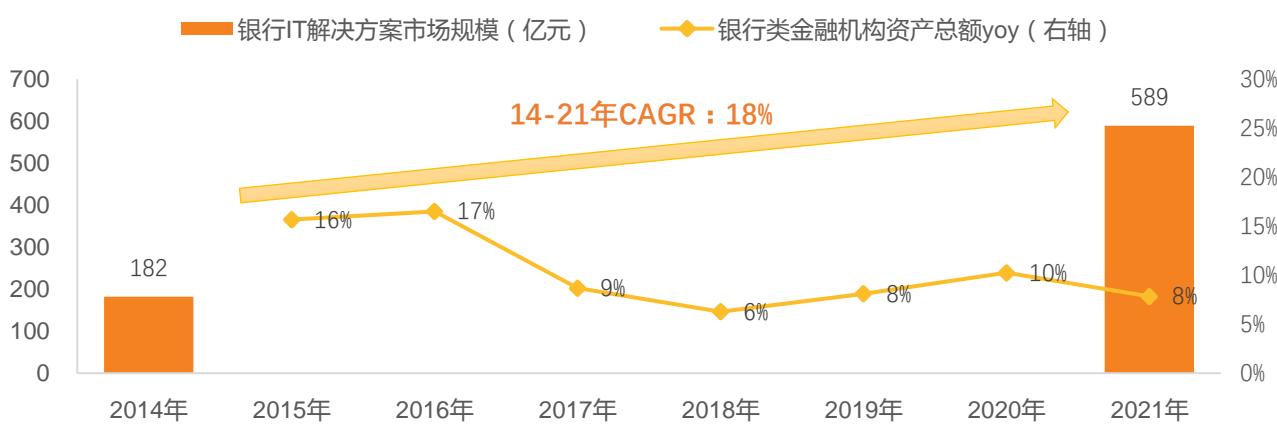
3. 行业底层逻辑，更被忽视

当然，我们也想说明的是，计算机不等于信创，信创更不等于计算机。以数字经济为基，更为关键的计算机底层逻辑被市场所忽视：需求侧，GDP 长期降速背景下 IT 增长的可持续性，供给侧互联网人才红利进入软件行业（不只是人均薪酬增速放缓）。

详见报告&公众号：

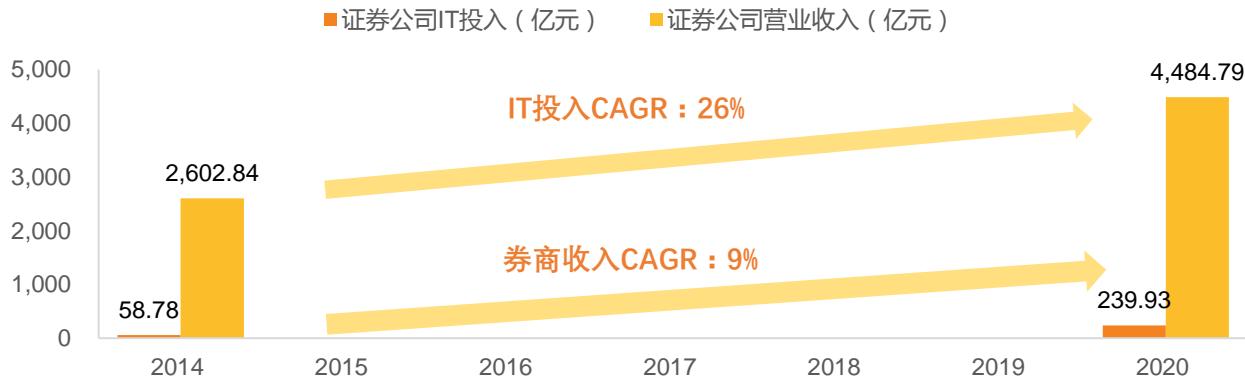
- 1、9月5日：《以金融 IT 为例，看计算机 TOB 消费属性》
- 2、9月18日：《远不止信创：盐碱地将如何变为百亩良田》

图 2：14-21 年银行 IT 解决方案市场规模复合增速 18%，银行类金融机构资产总额复合增速为 10%



资料来源：宇信科技招股说明书、中电金信公众号、IDC、wind、中国银保监会、天风证券研究所

图 3：14-20 年，证券 IT 投入规模增复合速达 26.41%，收入的复合增速仅 9.49%



资料来源：wind、中国证券业协会、天风证券研究所

综上，逻辑不变，我们信心不变！

4. 风险提示

1) 政策落地不及预期风险。

计算机部分子行业的景气度与政策相关，若政策落地节奏不及预期，将对相关厂商的收入造成一定影响。

2) 疫情反复风险。

若疫情得不到有效控制，可能会对相关厂商的交付与收入确认产生影响。

3) 外部技术封锁风险。

计算机板块部分公司的技术支持来自于海外，若外部技术封锁，将对相关公司的业务造成一定影响。

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：571012 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com