

# 计算机行业 2020 年中报总结

## Q2 业绩改善明显，龙头公司表现优异

### 核心观点：

- **行业整体受疫情影响业绩下滑：**2020 年上半年，行业整体中位数法下，行业收入增速中位数为-5.66%，较去年同期的 12.04%下降 17.7pct；归母净利润增速中位数为-22.37%，较去年同期的 11.98%下滑 34.35pct；扣非归母净利润增速中位数为-30.26%，较去年同期的 10.02%下滑 40.28pct。上半年由于疫情影响，各项指标均有下降，由于计算机行业成本费用主要在于人工，较刚性，收入下滑情况下，利润端的降幅更为显著。
- **Q2 业绩同比增速，较去年同期无明显变化，较 Q1 改善明显。**2020 年 Q2 单季度，行业营业总收入增速中位数为 5.52%，同比下滑 3.85 个百分点，环比增长 21.87 个百分点；归母净利润增速中位数 7.02%，同比增长 3.08 个百分点，环比增长 75.04 个百分点；扣非归母净利润增速中位数 6.09%，同比增长 0.54 个百分点，环比增长 77.69 个百分点。
- **头部公司逆势表现优异：**营业总收入、归母净利润、扣非归母净利润增速分别是 11.90%、36.28%、35.51%，表现显著优于行业。且头部公司持续加大研发投入，研发支出同比增加 0.28 个百分点至 21.42%。头部公司相当部分拥有较强的创新能力，在传统业务上不断扩大领先差距、在新兴业务上的优势明显。
- **不同板块表现比较：**IT 硬件及 IDC 等 IT 基础设施的同比增长表现更好，受益于云厂商等加大投入，IT 硬件收入增速有提速；IDC 整体也保持了增长。智能车载领域渗透率快速提升，也呈现加速发展。企业云服务领域传统业务不同程度受到疫情影响，但云业务依然顺利推进。医疗 IT、金融 IT、信息安全领域收入增速均不同程度下滑，但增速普遍在 Q2 显著改善，产业周期向上的长期逻辑不变。
- **市场越发偏好大公司，尤其是细分领域优质头部公司。**从 15 年 12 月 31 日至 20 年 8 月 31 日，17 家头部公司在计算机行业市值占比从 14%提升至 36%，占比提升 22pct。市场逐渐聚焦大公司，尤其是细分领域的优质头部公司。
- **从当前估值看，行业整体市值空间透支明显。**从中报看，整体情况包括龙头公司鲜有超预期，短期看缺少基本面驱动因素，估值仍需时间消化。但从中长期看，由于行业应用云、智能网联汽车和医疗信息化产业周期较好，金融 IT 预期不断增强、网络信息安全和 IT 基础设施需求稳定成长，我们认为一定时间成本容忍度之下可以逐步加大配置优质公司。
- **风险提示：**分化加剧对行业指数的影响；下游景气度和需求的不确定性，典型如受财政预算强约束或周期性较强支出态势不明朗的下游领域；短期估值高，仍需消化；外部环境与市场风险偏好的不确定性。

### 行业评级

前次评级

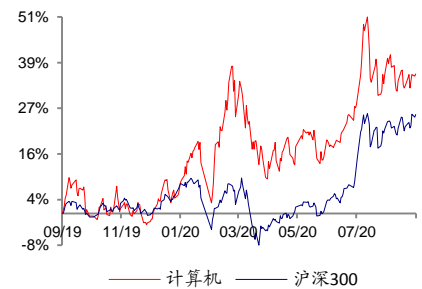
报告日期

### 买入

买入

2020-09-02

### 相对市场表现



### 分析师：

刘雪峰



SAC 执证号：S0260514030002

SFC CE No. BNX004



021-60750605



gflinuxuefeng@gf.com.cn

### 分析师：

庞倩倩



SAC 执证号：S0260519010004

SFC CE No. BON635



021-60750605



pangqianqian@gf.com.cn

### 相关研究：

计算机行业：着眼长期布局，短期需要耐心 2020-08-30

计算机行业：行业中报亮点较少，短期震荡筑底仍在行进中 2020-08-23

计算机行业：改革规范利好金融 IT，计算机行业整体震荡延续、不排除小幅反弹 2020-08-16

### 联系人：

雷棠棣

leitangdi@gf.com.cn

### 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
卫宁健康	300253.SZ	CNY	20.86	2020/08/27	买入	25.17	0.24	0.38	86.92	54.89	83.83	53.95	10.60	14.50
创业慧康	300451.SZ	CNY	16.14	2020/08/28	买入	16.44	0.30	0.40	53.80	40.35	50.52	37.28	7.70	9.30
浪潮信息	000977.SZ	CNY	35.94	2020/08/30	买入	41.33	0.92	1.28	39.07	28.08	23.77	17.87	10.00	12.20
宝信软件	600845.SH	CNY	69.60	2020/08/20	买入	69.66	1.00	1.23	69.60	56.59	55.09	45.91	14.00	14.70
中科创达	300496.SZ	CNY	89.31	2020/08/11	买入	97.52	0.92	1.36	97.08	65.67	92.63	58.14	9.70	12.50
绿盟科技	300369.SZ	CNY	21.48	2020/08/28	买入	26.89	0.41	0.54	52.39	39.78	60.36	49.69	8.80	10.30
深信服	300454.SZ	CNY	218.95	2020/08/24	买入	234.66	2.06	2.90	106.29	75.50	170.90	125.78	16.40	18.70
安恒信息	688023.SH	CNY	257.00	2020/08/21	买入	276.78	1.82	2.57	141.21	100.00	366.10	284.13	8.00	10.20
广联达	002410.SZ	CNY	70.40	2020/08/28	买入	77.28	0.35	0.48	201.14	146.67	164.47	126.34	6.50	8.20
恒生电子	600570.SH	CNY	111.60	2020/08/27	买入	116.15	1.16	1.40	96.21	79.71	147.31	118.66	20.50	19.80
亿联网络	300628.SZ	CNY	58.08	2020/04/15	买入	101.20	2.53	3.35	22.96	17.34	34.92	26.22	27.20	26.50
梦网集团	002123.SZ	CNY	18.28	2019/12/05	买入	26.80	0.67	1.15	27.28	15.90	20.10	12.17	7.70	9.90
宇信科技	300674.SZ	CNY	48.28	2020/08/27	买入	50.50	0.86	1.11	56.14	43.50	50.23	39.78	15.90	17.10
长亮科技	300348.SZ	CNY	23.42	2020/04/26	买入	29.60	0.49	0.67	47.80	34.96	65.35	47.95	15.70	17.40
金蝶国际	00268.HK	HK	19.34	2020/08/20	买入	18.96	-0.09	0.00	-	15,150.94	-	13812.55	-5.10	0.10
德赛西威	002920.SZ	CNY	69.80	2020/08/16	增持	77.95	0.87	0.91	80.23	76.70	89.07	70.44	10.20	9.70

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算，金蝶国际的 EPS 单位为人民币

## 目录索引

投资要点 .....	5
(一)行业业绩增长存在一定压力，龙头呈现出更好的抗周期性 .....	5
(二)积极预期，持续投入，市场逐渐向优质头部公司聚焦 .....	6
研究方法说明 .....	7
一、中报业绩：行业收入增速承压，头部公司呈现更好的抗周期性 .....	8
(一)行业整体：行业整体受疫情影响业绩下滑.. 8	
(二)头部公司：业绩增速好于行业，呈现更好的抗周期性 .....	15
(三)分板块表现比较.....	16
(四)科创板公司情况.....	18
二、预收、应收均下滑，经营性现金流未恶化.....	19
(一)预收账款增速回升.....	19
(二)应收账款增速同比收窄，仍存在应收款项坏账计提风险.....	19
(三)经营活动现金流量情况有所改善.....	20
三、积极预期，持续投入，商誉总规模有所缩减 .....	21
(一)积极预期，持续投入，比值走高主要受收入下滑较大影响 .....	21
(二)商誉减值风险：行业商誉总规模有所缩减，龙头公司风险较小 .....	21
四、市场逐渐向头部公司聚焦 .....	24
五、行业估值水平.....	25
六、风险提示 .....	25
(一)分化加剧对行业指数的影响 .....	25
(二)下游景气度和需求的不确定性，典型如受财政预算强约束或周期性较强支出态势不明朗的下游领域.....	25
(三)短期估值高，仍需消化 .....	25
(四)外部环境与市场风险偏好的不确定性 .....	25

## 图表索引

图 1: 中位数法: 收入增速下降 5.42pct.....	8
图 2: 整体法 (132 家): 收入增速下降 22.53pct .....	8
图 3: 2020 年中报收入增速分布 .....	9
图 4: 2019 年中报收入增速分布 .....	9
图 5: 中位数法: 归母净利润增速下降 34.35pct.....	9
图 6: 整体法 (132 家): 归母净利润增速下降 91.12pct .....	9
图 7: 2019 年中报归母净利润增速分布 .....	10
图 8: 2020 年中报归母净利润增速分布 .....	10
图 9: 中位数法: 扣非归母净利润增速下滑 40.28pct.....	11
图 10: 整体法(132 家):扣非归母净利润增速下滑 53.66pct.....	11
图 11: 2020 年中报扣非归母净利润增速分布 .....	11
图 12: 2019 年中报扣非归母净利润增速分布 .....	11
图 13: 单季度营业总收入增速、归母/扣非归母净利润增速变化 (中位数法) ..	12
图 14: 行业毛利率变化 .....	13
图 15: 行业净利率变化 .....	13
图 16: 三项费用率 (中位数) 变化 .....	14
图 17: 中位数法: 研发支出增速下降 15.82pct.....	14
图 18: 整体法 (132): 研发支出增速下降 14.46pct.....	14
图 19: 中位数法: 研发支出占总收入比重上升 0.62pct.....	15
图 20: 整体法 (132): 研发支出占总收入比重提升 0.04pct .....	15
图 21: 头部公司收入、归母净利及归母扣非净利增速 .....	16
图 22: 头部公司主要财务比率 .....	16
图 23: 中位数法: 预收账款增速下降 106.21pct .....	19
图 24: 整体法 (132 家): 预收账款增速下降 109.33pct .....	19
图 25: 中位数法: 应收账款增速下降 21.00pct.....	20
图 26: 整体法 (132 家): 应收账款增速下降 17.43pct .....	20
图 27: 经营活动现金流量净额变化 .....	20
图 28: 投资活动现金流出变化 .....	21
图 29: 商誉总值增速下降 (2015H1~2020H1) .....	22
图 30: 行业商誉/加回商誉减值的归母净利润 .....	22
图 31: 行业商誉与净资产、总资产比值 .....	22
图 32: 头部公司商誉/加回商誉减值的归母净利润 .....	23
图 33: 头部公司商誉与净资产、总资产比值 .....	23
图 34: 市值占比对比 .....	24
图 35: 行业 PE 变化 (市盈率历史 TTM 整体法, 单位: 倍) .....	25
表 1: 不同板块公司 20 H1 收入、利润 (百万元) 及增速 (%) .....	17
表 2: 部分科创板公司 20 H1 收入、利润 (百万元) 及增速 (%) .....	18

## 投资要点

(投资要点具体数据均为中位数法下统计结果,增速均为同比增速)

### (一) 行业业绩增长存在一定压力,龙头呈现出更好的抗周期性

#### 1. 行业整体受疫情影响业绩下滑

截至2020年8月30日,计算机行业19年中报全部披露完毕,本文采用中位数法(股票池184家公司)、整体法(自14年有财务数据的132家公司)、整体法(自17年中报有财务数据的182家公司)对中报业绩情况进行了分析,行业整体中位数法下:

行业收入增速中位数为-5.66%,较去年同期的12.04%下降17.7个百分点;

归母净利润增速中位数为-22.37%,较去年同期的11.98%下滑34.35个百分点;

扣非归母净利润增速中位数为-30.26%,较去年同期的10.02%下滑40.28个百分点。

从收入增速/归母净利润增速/扣非归母净利润增速三个指标来看,上半年由于疫情影响,各项指标均有下降,由于计算机行业成本费用主要在于人工,较刚性,收入下滑情况下,利润端的降幅更为显著。

单季度来看,Q2业绩同比增速,较去年同期无明显变化,较Q1改善明显。行业营业总收入增速中位数为5.52%,同比下滑3.85个百分点,环比增长21.87个百分点;归母净利润增速中位数7.02%,同比增长3.08个百分点,环比增长75.04个百分点;扣非归母净利润增速中位数6.09%,同比增长0.54个百分点,环比增长77.69个百分点。

#### 2. 头部公司逆势表现优异

营业总收入、归母净利润、扣非归母净利润增速分别是11.90%、36.28%、35.51%,表现显著优于行业。且头部公司持续加大研发投入,研发支出同比增加0.28个百分点至21.42%。头部公司相当部分拥有较强的创新能力,在传统业务上不断扩大领先差距、在新兴业务上的优势明显。

#### 3. 不同板块表现比较

由于上半年收入占比低,人员费用在四个季度的分布差异不是很大,收入波动会引起利润大幅波动。且计算机公司上半年的利润贡献在全年占比低。样本有限情况下,由于疫情的非正常影响,对不同板块的上半年业绩比较使用收入增速或比利润增速更有意义。主要细分领域包括:金融IT、企业云服务、信息安全、IT硬件、IDC、医疗IT、智能车载。

IT硬件及IDC等IT基础设施的同比增长表现更好,受益于云厂商等加大投入,IT硬件收入增速有提速;IDC整体也保持了增长。智能车载领域渗透率快速提升,也呈现加速发展。企业云服务领域传统业务不同程度受到疫情影响,但云业务依然顺利推进。医疗IT、金融IT、信息安全领域收入增速均不同程度下滑,但增速普遍在Q2显著改善,产业周期向上的长期逻辑不变。



## (二) 积极预期，持续投入，市场逐渐向优质头部公司聚焦

### 1. 积极预期，持续投入，行业投资活动现金流出中位数略微增长

投资活动现金流出上半年中位数为2.09亿元，同比增长5%。15年中到18年中投资活动现金流出一直呈增加态势，而在经历了18年的净流出高峰后，19年中至20年中的净流出有所回落，但也保持在17年中水平之上。这表明，计算机行业的科技属性较高，相关公司需要持续投入以保持竞争力。需强调的是，即使在受疫情影响严重、而短期业绩压力较大的上半年，计算机行业公司的投入依然较大，这也预示业内公司普遍对中长期抱有积极预期，看好行业未来发展。

### 2. 市场逐渐向头部公司聚焦，短期静态估值高

市场越发偏好大公司，尤其是细分领域优质头部公司。从15年12月31日至20年8月31日，收入规模前50公司市值占比从45%提升至56%，占比增长11pct；收入规模后50公司市值占比从16%降至9%，占比下滑7pct，**17家头部公司市值占比从14%提升至36%，占比提升22pct**。从15年至今，市场逐渐聚焦大公司，尤其是细分领域的头部公司。

而另一方面，截至2020年8月31日收盘，计算机行业市盈率（中信分类-TTM整体法-剔除负值）为71倍，处于三年多相对较高水平，行业整体市值空间透支明显。

从中报看，整体情况包括龙头公司鲜有超预期，短期看缺少基本面驱动因素，估值仍需时间消化。但从中长期角度看，由于行业应用云、智能网联汽车和医疗信息化产业周期较好，金融IT预期不断增强、网络信息安全和IT基础设施需求稳定成长，我们认为一定时间成本容忍度之下是可以逐步加大配置优质公司的。

## 研究方法说明

截止到8月30日，计算机行业中报全部披露完毕，我们统计了计算机行业184家上市公司2020年中报业绩。分别采用中位数法、整体法进行分析：

- ① 中位数法（样本为184家公司，增速为“**增速的中位数**”）；
- ② 整体法（样本为自15年中报有财务数据的132家公司）；

考虑到整体法下公司体量差异较大，大体量公司的变动对整体影响较大。中位数法对于概括行业内公司整体变化更有意义。

文中所指17家头部公司，是我们根据各领域具有技术等核心竞争力和行业地位筛选出的17家相对领先的头部公司：恒生电子、宇信科技、长亮科技、同花顺、用友网络、广联达、卫宁健康、深信服、启明星辰、中科创达、浪潮信息、紫光股份、亿联网络、光环新网、宝信软件、科大讯飞、德赛西威。

增速无特别说明的情况下均为同比增速。

## 一、中报业绩：行业收入增速承压，头部公司呈现更好的抗周期性

### (一)行业整体：行业整体受疫情影响业绩下滑

#### 1. 成长性

##### (1) 收入增速

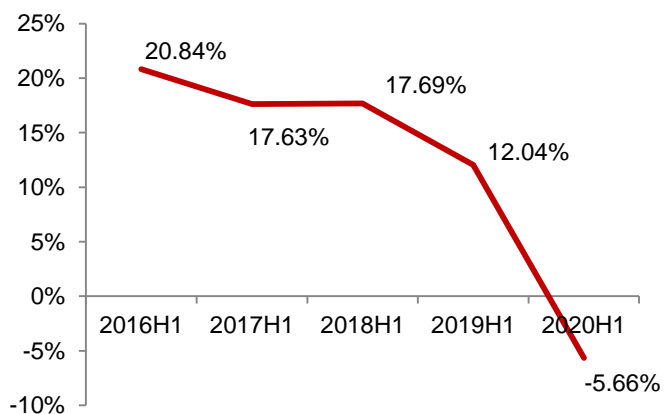
##### ① 中位数法：

2020上半年行业收入增速中位数为-5.66%，较去年同期的12.04%下降17.7个百分点，高于2019年下降幅度。从增速变化来看，已创近5年新低。从分布上来看，收入增速大于50%的公司数量占比，由19H1的8.15%下降至5.43%；收入下滑的公司数量占比，由19H1的27.72%上升至57.61%。我们认为：疫情影响了行业内公司的业务开展和项目验收，对行业内公司上半年业绩表现产生的重要影响。

##### ② 整体法（132家）：

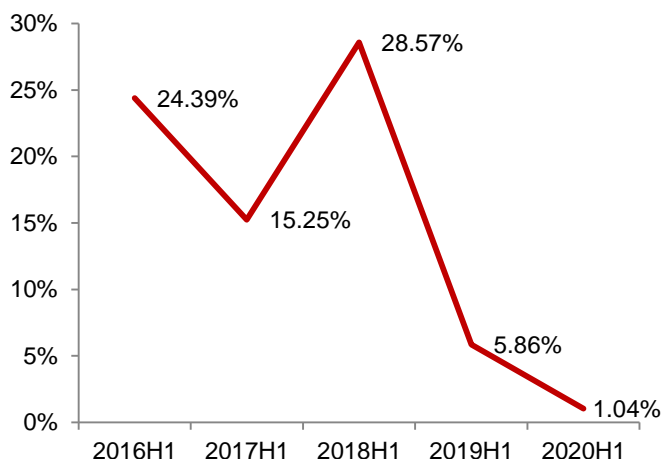
2020年上半年行业收入规模为2779亿元，同比增长1.04%，增速下滑4.81个百分点。

图 1：中位数法：收入增速下降5.42pct



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

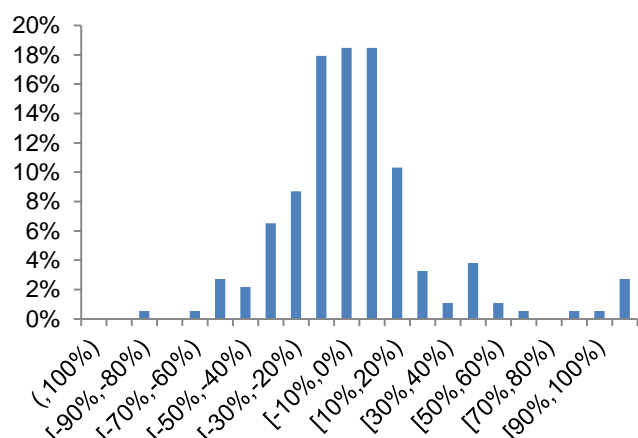
图 2：整体法（132家）：收入增速下降22.53pct



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

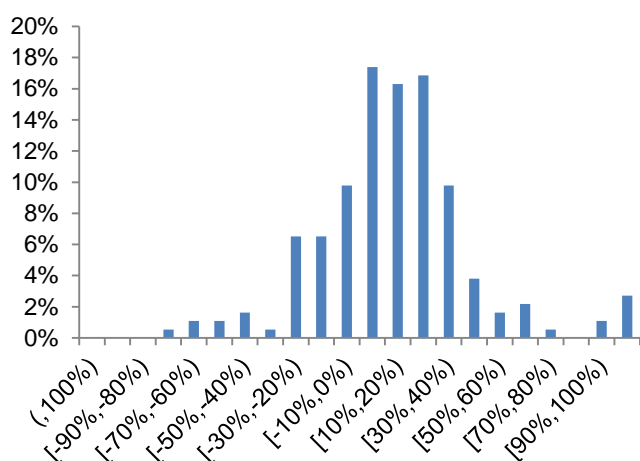


图 3：2020年中报收入增速分布



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图 4：2019年中报收入增速分布



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

## (2) 归母净利润增速

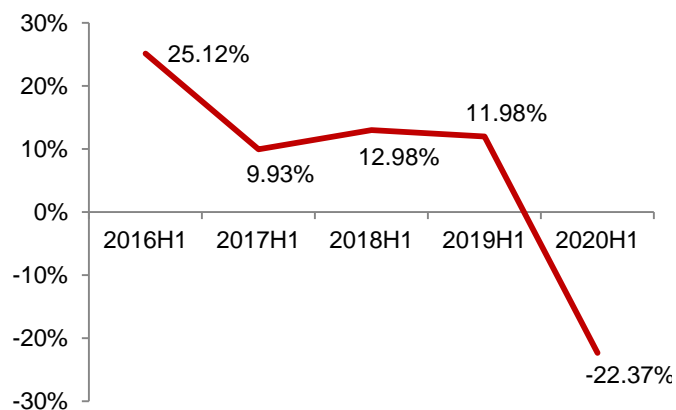
### ① 中位数法：

2020年上半年行业归母净利润增速中位数为-22.37%，较去年同期的11.98%下滑34.35个百分点。净利润增速超过50%的公司数量占比，由19H1的19.02%，减少至18.48%；41.85%的公司归母净利润实现增长，占比较去年同期减少23.37个百分点。整体来看，因为计算机行业的成本费用主要在人工，较刚性，在收入下滑的情况下，利润下滑更为显著。

### ② 整体法（132家）：

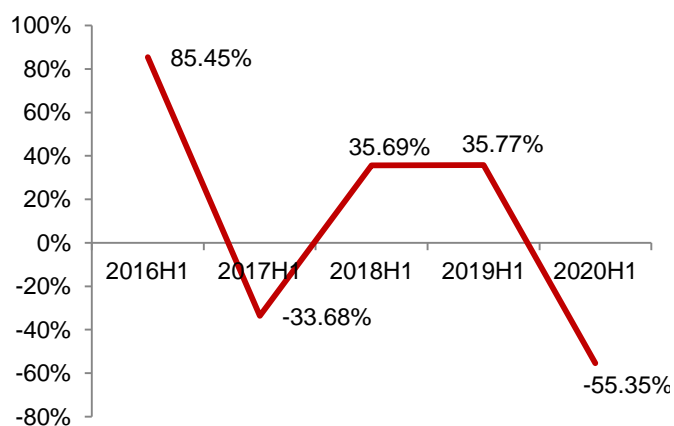
2020年上半年行业归母净利润规模81亿元，同比增速为-55.35%，增速较去年同期下降91.12个百分点。

图 5：中位数法：归母净利润增速下降34.35pct



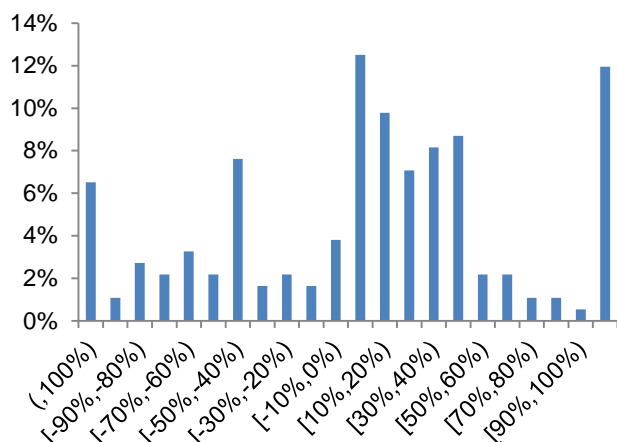
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图 6：整体法（132家）：归母净利润增速下降91.12pct



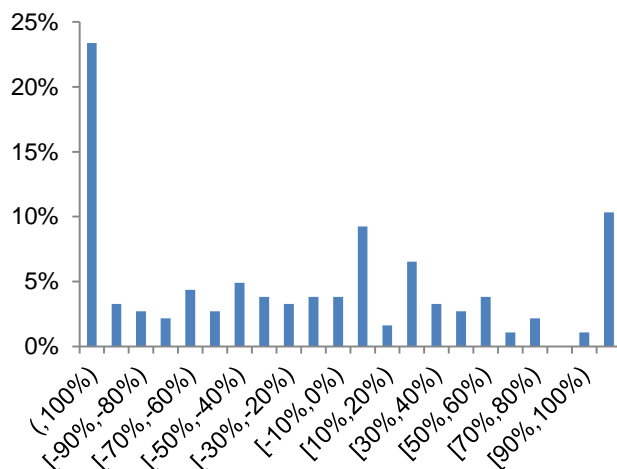
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图 7：2019年中报归母净利润增速分布



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图 8：2020年中报归母净利润增速分布



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

### (3) 扣非归母净利润增速

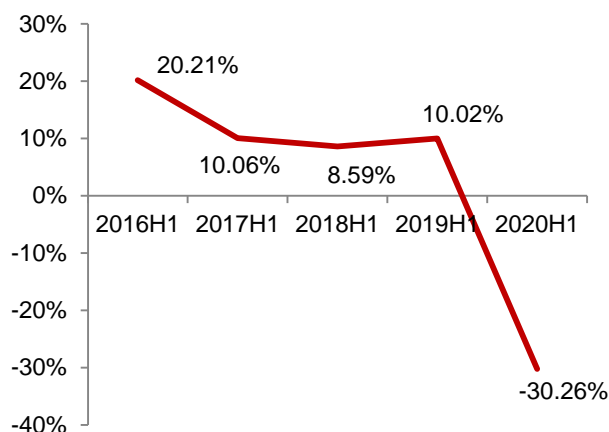
#### ① 中位数法：

扣非归母净利润增速中位数由去年同期的10.02%下降至当前的-30.26%，降低40.28个百分点。扣非归母净利润增速超50%的公司数量占比，由19H1的21.98%，降至16.85%；扣非归母净利润实现增长的公司数量占比由去年同期的58.79%下滑至36.96%。

#### ② 整体法（132家）：

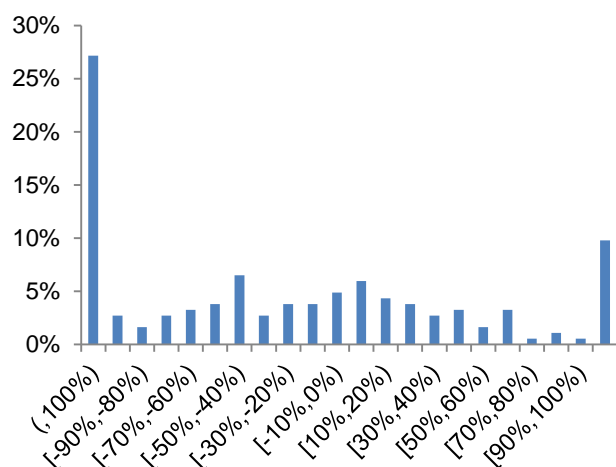
2020年上半年行业扣非归母净利润规模为40亿元，同比增速为-59.01%，增速下滑53.66个百分点。

图 9：中位数法：扣非归母净利润增速下滑40.28pct



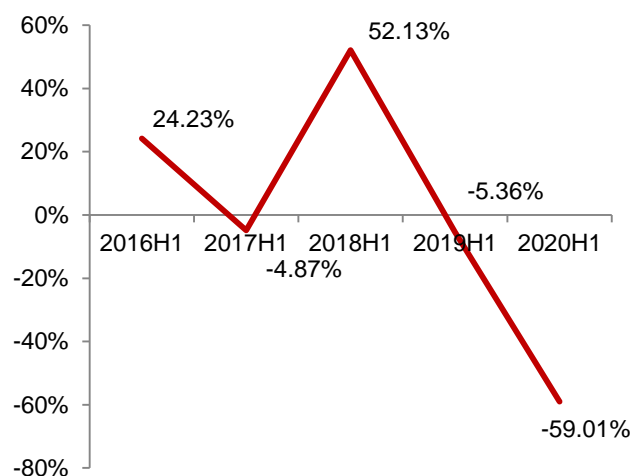
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图 11：2020年中报扣非归母净利润增速分布



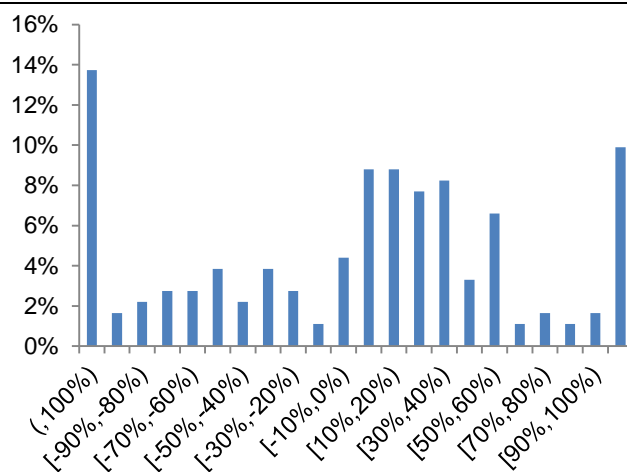
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图 10：整体法(132家):扣非归母净利润增速下滑53.66pct



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图 12：2019年中报扣非归母净利润增速分布



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

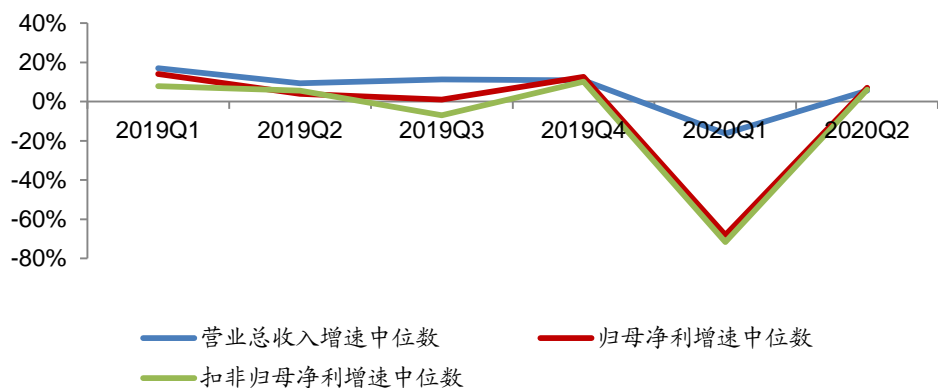
#### (4) 单季度变化

从单季数据来看（收购并表的确认时点对单季度业绩影响更大，整体法的意义有限，故采用中位数法），主要业绩指标增速均有所下降：

- ① 行业营业总收入增速中位数为5.52%，同比下滑3.85个百分点，环比增长21.87个百分点；
- ② 归母净利润增速中位数7.02%，同比增长3.08个百分点，环比增长75.04个百分点；

- ③ 扣非归母净利润增速中位数6.09%，同比增长0.54个百分点，环比增长77.69个百分点。

图13: 单季度营业总收入增速、归母/扣非归母净利润增速变化（中位数法）



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

#### (5) 总结:

从收入增速/归母净利润增速/扣非归母净利润增速三个指标来看,上半年由于疫情影响,各项指标均有下降,由于计算机行业成本费用主要在于人工,较刚性,收入下滑情况下,利润端的降幅更为显著。

单季度来看, Q2业绩同比增速,较去年同期略无明显变化,较Q1改善明显。

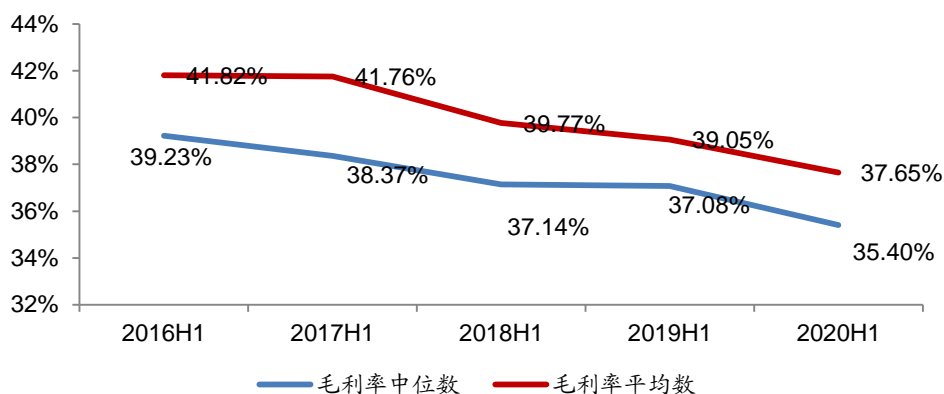
## 2. 盈利能力

### (1) 毛利率

行业毛利率中位数为35.40%,较去年同期下滑1.68个百分点。行业毛利率平均值从去年的39.05%下降到今年的37.65%。

整体而言毛利率较稳定。

图14: 行业毛利率变化

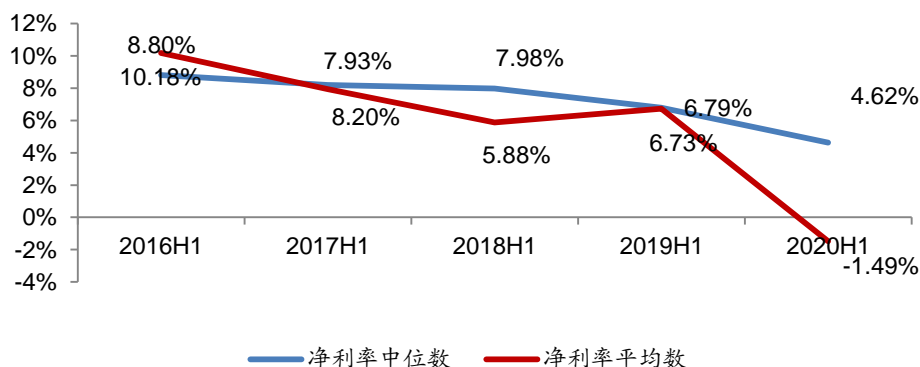


数据来源: wind、广发证券发展研究中心

## (2) 净利率

行业净利率中位数为4.62%，较去年同期下滑2.17个百分点。平均值-1.49%，比去年同期下降8.22个百分点。

图15: 行业净利率变化



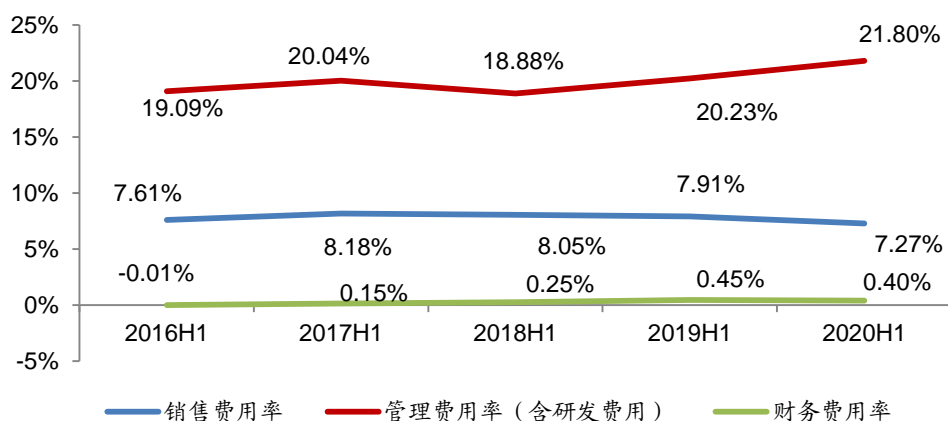
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

## 3. 费用率

### (1) 期间费用率

综合费用率上升0.87个百分点: 销售费用率中位数总体较去年同期降低0.64个百分点, 管理费用率(含研发费用)中位数上升1.57个百分点, 财务费用率中位数降低0.05个百分点。综合来看基本持平。

图16: 三项费用率（中位数）变化



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

## （2）研发支出

### ① 研发支出同比增速:

- 中位数法:** 行业研发支出中位数为7245万元。研发支出增速中位数为0.58%，同比下滑15.82个百分点，较当期收入增速中位数高6.14个百分点。
- 整体法:** 整体研发支出规模226亿元，同比增速为1.73%，同比下滑14.46个百分点，高于整体法下收入增速0.69个百分点。

图 17: 中位数法: 研发支出增速下降15.82pct

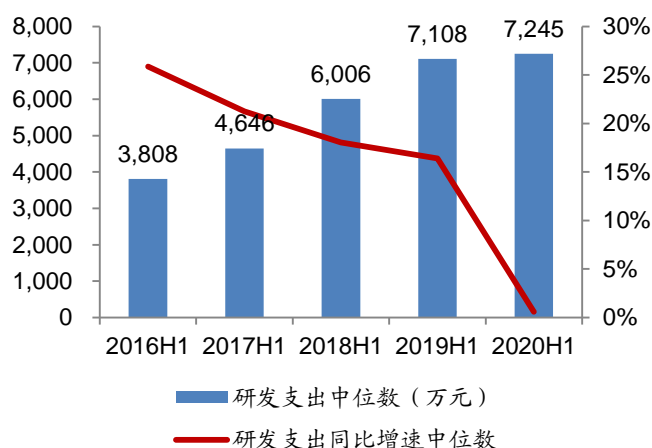
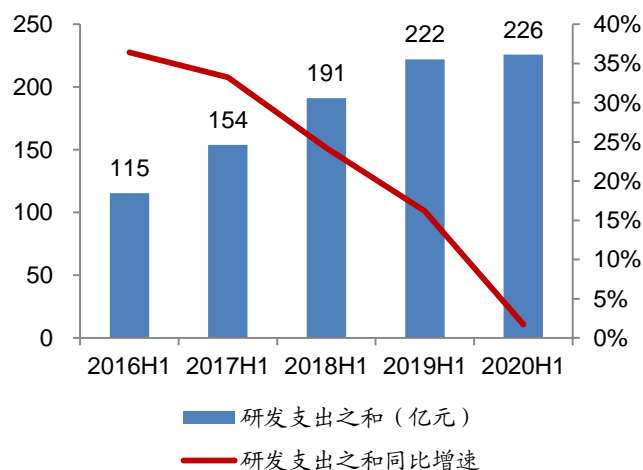


图 18: 整体法（132）: 研发支出增速下降14.46pct



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

### ② 研发支出占营业收入比重:

- 中位数法:** 研发支出占营业总收入为11.67%，较去年提升0.62个百分点，近5年呈现持续上升态势。
- 整体法:** 研发支出在营业总收入的比重为8.13%，同比提升0.04个百分点，近5年来研发支出比重稳定增长。



整体来看，研发支出在收入中占比较稳定，持续加强的研发投入有利于提升行业的科技属性，为行业公司长期竞争力的提升提供良好的铺垫。

图 19: 中位数法: 研发支出占总收入比重上升0.62pct

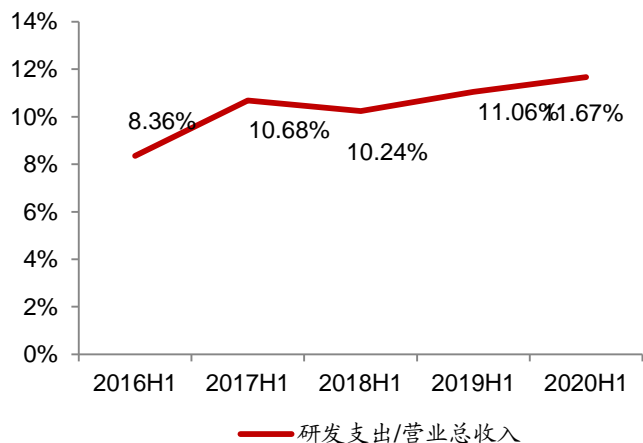
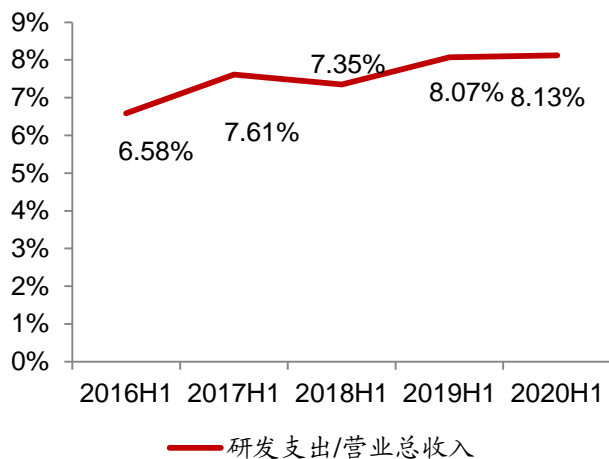


图 20: 整体法 (132): 研发支出占总收入比重提升0.04pct



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

## (二)头部公司: 业绩增速好于行业, 呈现更好的抗周期性

头部公司逆势表现优异。对17家头部公司采用中位数法进行分析, 营业总收入、归母净利润、扣非归母净利润增速分别是11.91%、36.28%、35.51%, 表现显著优于行业。且头部公司持续加大研发投入, 研发支出占营业收入比重同比增加5.89个百分点至21.24%。头部公司相当部分拥有较强的创新能力, 在传统业务上不断扩大领先差距、在新兴业务上的优势明显。

### 1. 成长性

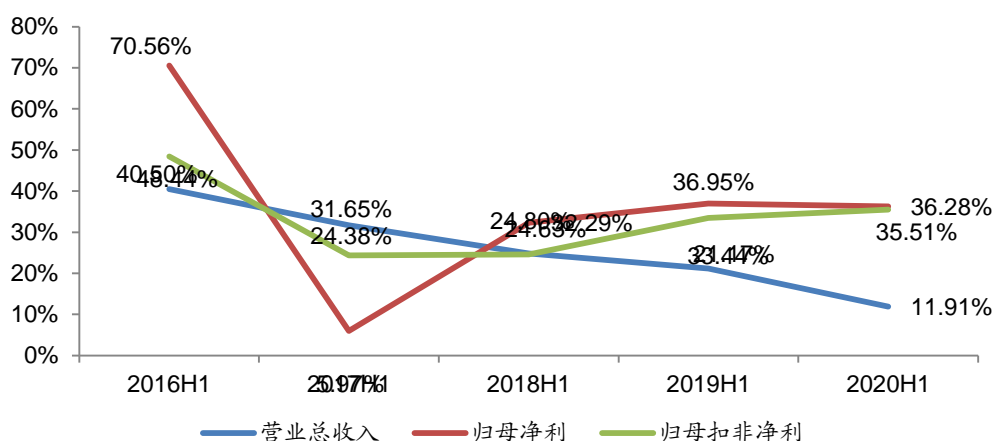
营业总收入中位数16.19亿元, 同比增速中位数为11.91%, 增速较去年同期下滑9.26个百分点。

归母净利润中位数为2.30亿元, 同比增速中位数为36.28%, 增速较去年同期下降0.66个百分点。

扣非归母净利润中位数为1.21亿元, 同比增速中位数为35.51%, 增速较去年同期增加2.07个百分点。

头部公司业绩增速表现好于行业整体。

图21：头部公司收入、归母净利及归母扣非净利增速



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

## 2. 盈利能力及费用率

毛利率为48.97%，较去年同期下滑1.47个百分点。

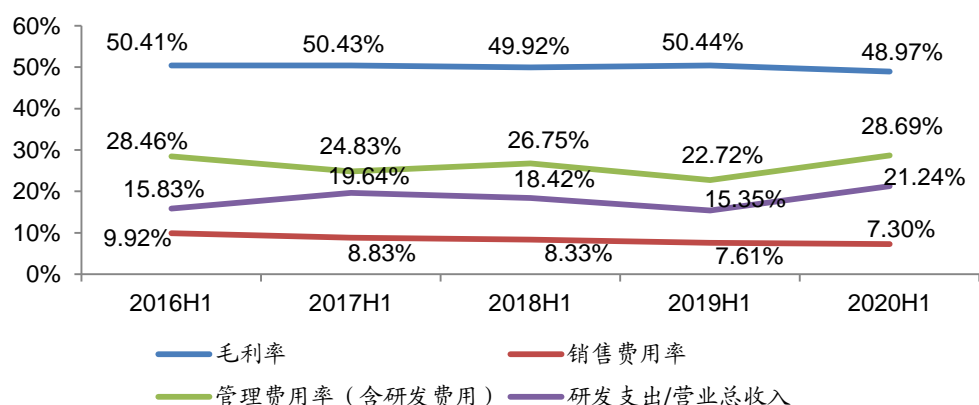
销售费用率为7.30%，较去年下滑0.31个百分点。

管理费用率（含研发费用）为28.69%，同比增长5.97个百分点

研发支出占营业总收入比重为21.24%，较去年同期增长5.89个百分点。

头部公司的研发支出绝大多数都做了费用化处理，相比行业整体加大研发投入的趋势更明显。

图22：头部公司主要财务比率



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

## (三)分板块表现比较

由于上半年收入占比低，人员费用在四个季度的分布差异不是很大，收入波动会引起利润大幅波动。且计算机公司上半年的利润贡献在全年占比低。样本有限情况下，由于疫情的非正常影响，对不同板块的上半年业绩比较使用收入增速或比利

润增速更有意义。

主要细分领域包括：金融IT、企业云服务、信息安全、IT硬件、IDC、医疗IT、智能车载。

**不同板块表现：**IT硬件及IDC等IT基础设施的同比增长表现更好，受益于云厂商等加大投入，IT硬件收入增速有提速；IDC整体也保持了增长。智能车载领域渗透率快速提升，也呈现加速发展。企业云服务领域传统业务不同程度受到疫情影响，但云业务依然顺利推进。医疗IT、金融IT、信息安全领域收入增速均不同程度下滑，但增速普遍在Q2显著改善，产业周期向上的长期逻辑不变。

表 1：不同板块公司20 H1收入、利润（百万元）及增速（%）

	2019 营业收入 增速	2020 上半年营 业收入增速	2019 归母净利 润增速	2020 上半年归 母净利润增速	2019 扣非归母 净利润	2020 上半年扣非 归母净利润增速
恒生电子	11.97%	6.27%	125.85%	-49.33%	14.55%	11.75%
宇信科技	40.64%	0.98%	40.16%	59.77%	40.16%	62.30%
长亮科技	19.90%	-19.31%	12.41%	209.82%	37.21%	307.27%
金融 IT 均值	24.17%	-4.02%	59.47%	73.42%	30.64%	127.11%
用友网络	10.22%	-10.95%	290.10%	-94.69%	155.07%	-106.32%
广联达	28.72%	16.63%	-39.13%	45.21%	-53.72%	82.19%
企业云服务均值	19.47%	2.84%	125.48%	-24.74%	50.67%	-12.07%
深信服	32.27%	11.91%	-46.46%	-287.97%	-84.89%	-1316.73%
启明星辰	19.13%	-14.45%	-40.97%	-255.46%	96.92%	-2282.66%
绿盟科技	25.15%	5.50%	45.13%	7.25%	39.73%	-0.15%
信息安全均值	25.52%	0.98%	-14.10%	-178.73%	17.25%	-1199.84%
浪潮信息	12.46%	40.60%	39.47%	48.45%	32.42%	47.53%
紫光股份	1.92%	11.70%	15.51%	4.05%	2.39%	35.51%
IT 硬件均值	7.19%	26.15%	27.49%	26.25%	17.40%	41.52%
光环新网	24.23%	14.98%	34.26%	15.06%	34.47%	15.49%
宝信软件	11.86%	26.51%	37.28%	62.40%	46.57%	65.64%
数据港	20.27%	1.43%	5.31%	-12.47%	-2.29%	-10.97%
IDC 均值	18.79%	14.31%	25.62%	21.66%	26.25%	23.39%
卫宁健康	22.44%	18.49%	36.61%	-53.97%	15.06%	-43.23%
创业慧康	16.52%	15.53%	104.59%	-25.98%	57.84%	11.11%
久远银海	15.14%	-8.82%	42.50%	-6.68%	53.98%	-12.22%
医疗 IT 均值	18.03%	8.40%	61.23%	-28.88%	42.29%	-14.78%
德赛西威	-20.59%	14.32%	-64.37%	124.55%	-82.36%	132.96%
中科创达	27.15%	42.78%	44.46%	97.80%	29.01%	118.36%
智能车载均值	6.56%	57.10%	-19.91%	222.35%	-53.35%	251.32%

数据来源：公司财报、wind、广发证券发展研究中心

#### (四)科创板公司情况

20 H1计算机行业的主要科创板公司，如卓易信息、金山办公、优刻得、虹软科技、安恒信息、山石网科等，营收、归母净利润、扣非归母净利润及增速情况如下表所示。

上述公司营业总收入增速，归母净利润、扣非归母净利润增速的中位数分别为17.62%、10.48%、-7.07%，均好于行业水平。前述17家头部公司营业总收入、归母净利润、扣非归母净利润增速的中位数分别是11.90%、36.28%、35.51%。

相比前述17家头部公司，科创公司营业收入增速更快，成长性整体更好。但科创板公司由于毛利率下滑较多（科创板公司、前述17家头部公司毛利率中位数分别较19年同期下滑5.70pct、1.47pct），以及快速成长期投入力度较大（6家科创板公司中50%的公司销售费用率和研发费用率之和较19年同期有增加，前述17家头部公司中29%的公司销售费用率和研发费用率之和较19年同期有增加），利润的增速表现弱于前述17家头部公司。

表 2：部分科创板公司20 H1收入、利润（百万元）及增速（%）

	营业收入	营业收入增速	归母净利润	归母净利润增速	扣非归母净利润	扣非归母净利润增速
卓易信息	75.40	1.23%	25.29	190.82%	17.65	20.74%
金山办公	915.77	33.64%	357.40	143.30%	265.73	123.94%
优刻得	911.53	30.50%	-76.94	-1081.41%	-84.90	-6043.51%
虹软科技	316.07	14.46%	118.45	23.72%	91.67	-2.69%
安恒信息	320.05	20.78%	-59.79	-2.77%	-66.59	-11.45%
山石网科	222.88	-2.33%	-59.63	-251.64%	-63.88	-163.47%

数据来源：公司财报、wind、广发证券发展研究中心

## 二、预收、应收均下滑，经营性现金流未恶化

### (一) 预收账款增速回升

1. **中位数法 (184家)**: 预收账款中位数1629万元, 预收账款增速中位数-80.13%, 较去年同期的26.08%下降106.21个百分点。
2. **整体法 (132家)**: 预收账款整体规模为12亿元, 同比增速为-96.89%, 增速下降109.33个百分点。

预收账款增速同比有所提升, 全年的成长性还需重点看下游需求的景气度。

图 23: 中位数法: 预收账款增速下降106.21pct

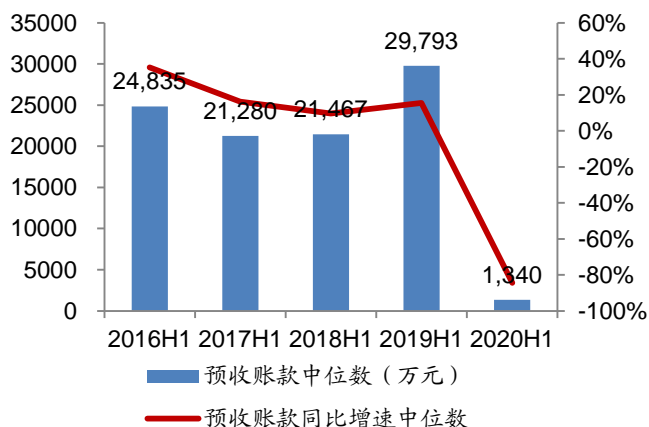
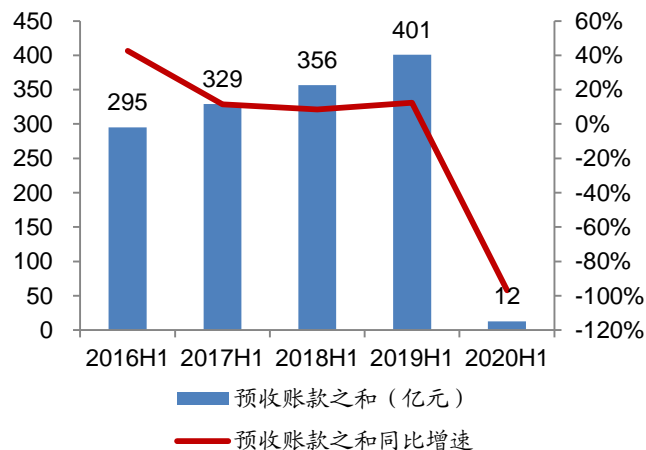


图 24: 整体法 (132家): 预收账款增速下降109.33pct



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

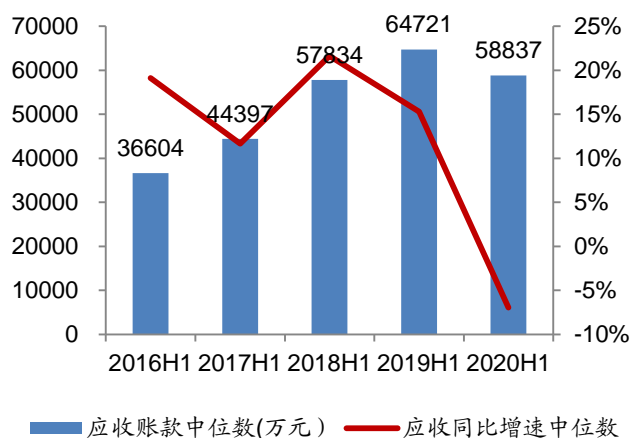
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

### (二) 应收账款增速同比收窄，仍存在应收款项坏账计提风险

1. **中位数法**: 应收账款的中位数为5.88亿元。应收账款同比增速的中位数为-6.95%，同比下滑22.23个百分点，但比收入增速中位数低3.43个百分点，这一差值较去年同期有所收窄。
2. **整体法**: 应收账款总规模为1578亿元，同比增速为-7.75%，增速同比下降17.43个百分点，比整体法下收入增速低8.80个百分点。

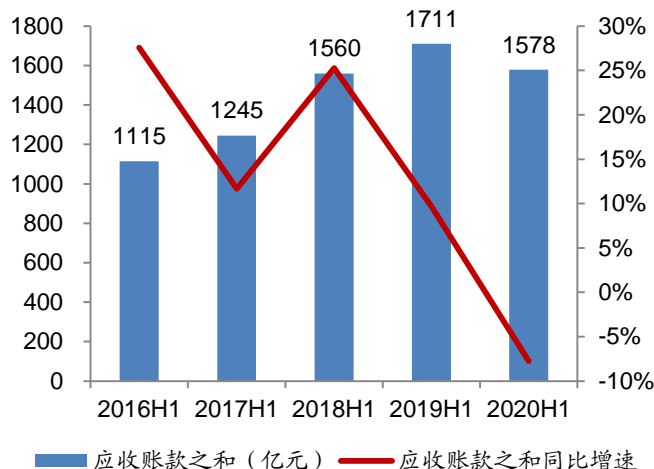
应收账款无显著改善迹象，未来仍存在发生的应收账款坏账计提影响净利润的可能。

图 25: 中位数法: 应收账款增速下降21.00pct



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图 26: 整体法 (132家): 应收账款增速下降17.43pct

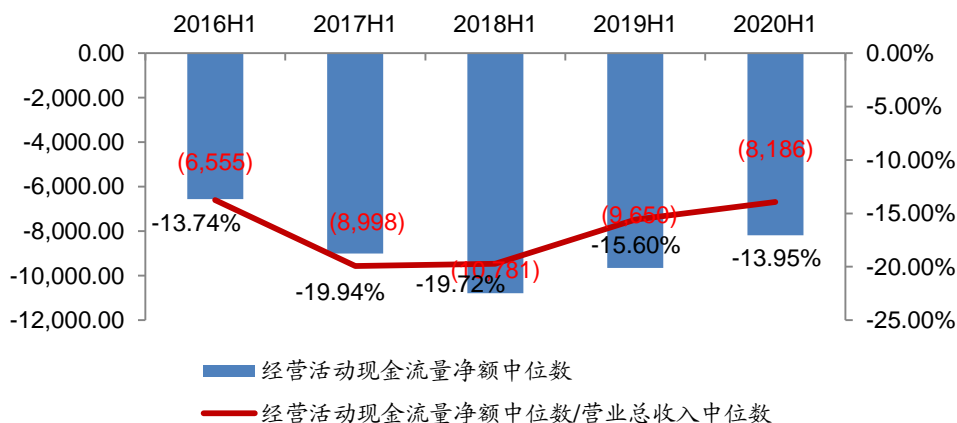


数据来源: wind、广发证券发展研究中心

### (三) 经营活动现金流量情况有所改善

经营活动现金流量净额中位数-8186万元，较去年同期-9650万元有所上升；经营活动现金流量净额中位数/营业总收入中位数为-13.95%，较去年同期提升1.65个百分点。现金流情况有所改善，财务费用支出或将下降。

图27: 经营活动现金流量净额变化



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

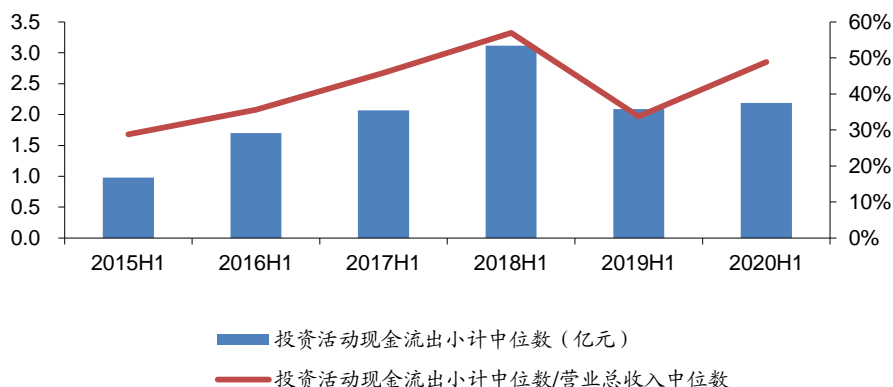


### 三、积极预期，持续投入，商誉总规模有所缩减

#### (一) 积极预期，持续投入，比值走高主要受收入下滑较大影响

投资活动现金流出上半年中位数为2.09亿元，同比增长5%。投资活动现金流出中位数与营业总收入中位数的比值为49%，去年同期为34%，同比增加15个百分点，15年中到18年中投资活动现金流出一直呈增加态势，而在经历了18年的净流出高峰后，19年中至20年中的净流出有所回落，但也保持在17年中水平之上。这表明，计算机行业的科技属性较高，相关公司需要持续投入以保持竞争力。需强调的是，即使在受疫情影响严重、而短期业绩压力较大的上半年，计算机行业公司的投入依然较大，这也预示业内公司普遍对中长期抱有积极预期，看好行业未来发展。而投资活动现金流出中位数与营业总收入中位数的比值的走高主要系受2020上半年的疫情的影响，收入下滑较大引起。

图28：投资活动现金流出变化



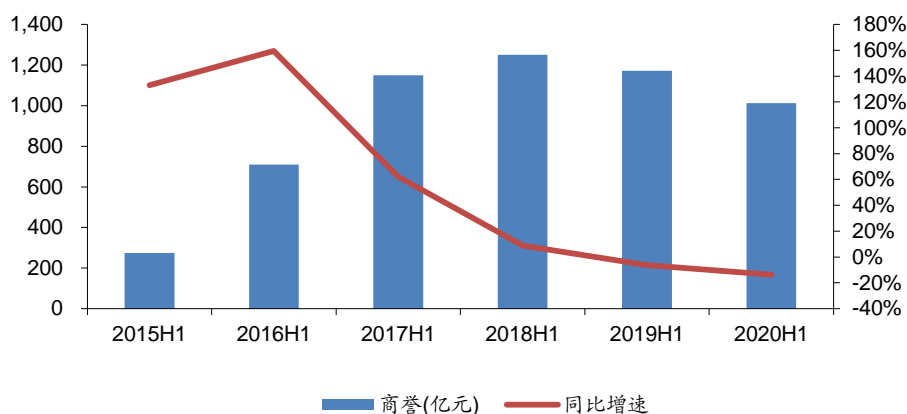
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

#### (二) 商誉减值风险：行业商誉总规模有所缩减，龙头公司风险较小

##### 1. 商誉总规模有所缩减

整体法下，从132家计算机行业上市公司来看，截至2020年中报，商誉总值达到1012.75亿元，较上年同期减少13.6%，商誉总规模有所缩减。

图 29: 商誉总值增速下降 (2015H1~2020H1)



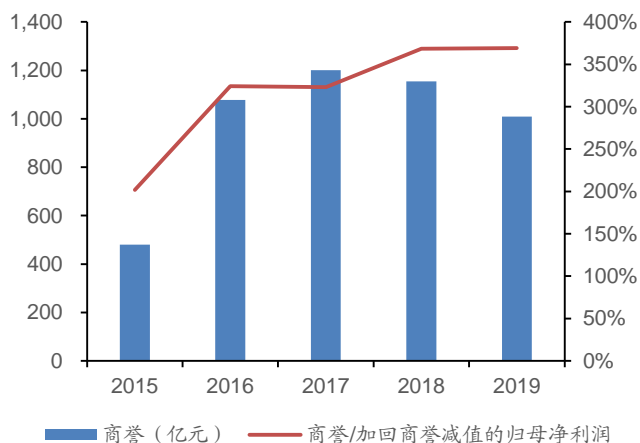
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

## 2. 行业整体商誉减值风险有所缓解

整体而言, 2019 年来, 行业商誉整体规模呈现缩减态势, 整体商誉减值风险已有所缓解:

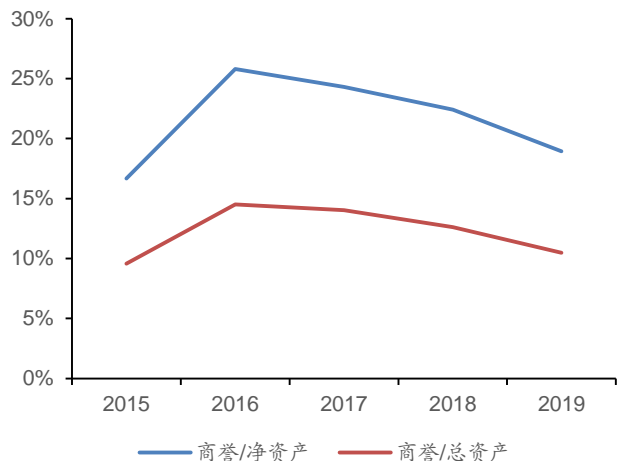
- (1) 2019 年商誉总额与加回商誉减值的归母净利润总额的比值为 369%, 基本与 2018 年持平。
- (2) 2019 年商誉总额与净资产、总资产的比值分别为 19%、10%。

图 30: 行业商誉/加回商誉减值的归母净利润



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图 31: 行业商誉与净资产、总资产比值



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

### 3. 头部公司商誉减值对利润的潜在影响程度低于行业水平

17家头部公司（恒生电子，用友网络、广联达，浪潮信息，深信服，启明星辰，中科创达，卫宁健康，紫光股份，亿联网络，光环新网，宝信软件，科大讯飞、德赛西威，宇信科技，长亮科技，同花顺）2019年商誉与加回商誉减值后的归母净利润、净资产、总资产的比值分别为162%、18%、10%，第一项大幅低于行业均值，二、三项与行业整体水平相当。头部公司具有更好的盈利表现，使得商誉与利润的比值大幅低于行业平均水平，头部公司商誉减值对利润的潜在影响程度低于行业水平。

图 32：头部公司商誉/加回商誉减值的归母净利润

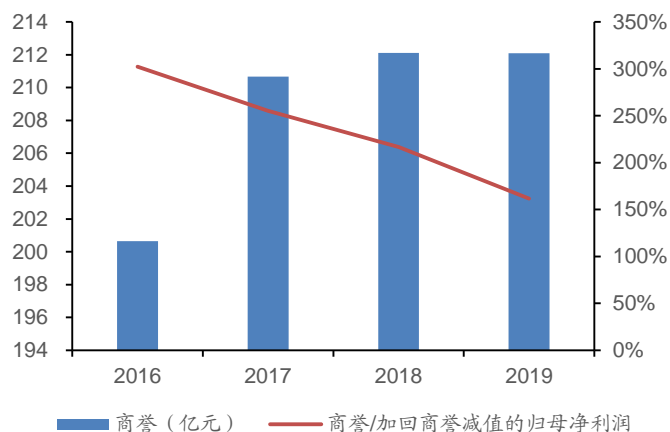
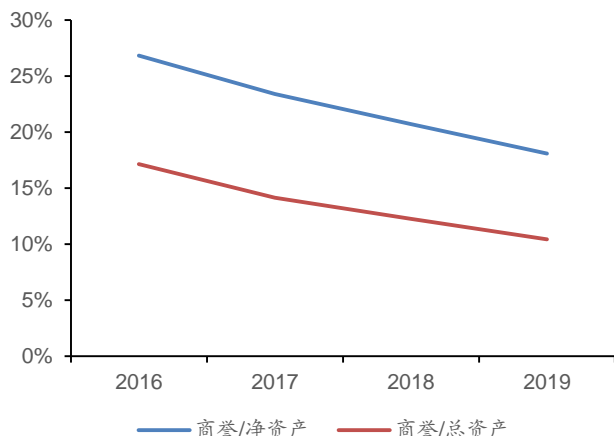


图 33：头部公司商誉与净资产、总资产比值



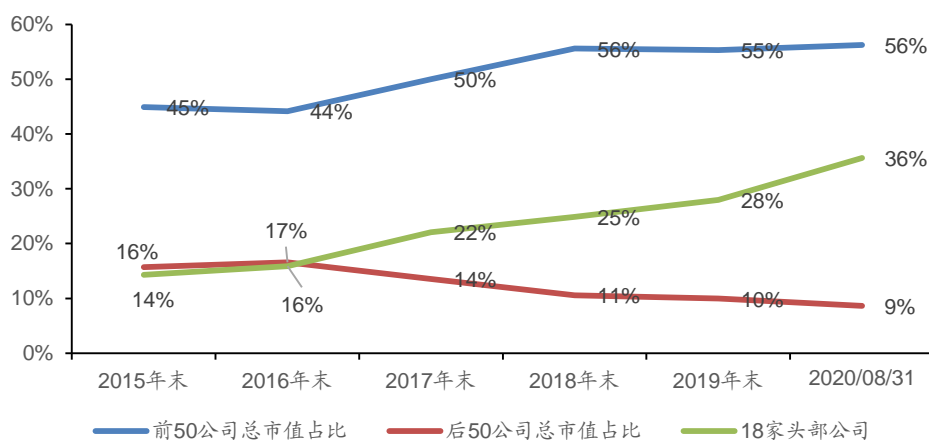
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

## 四、市场逐渐向头部公司聚焦

市场越发偏好大公司，尤其是细分领域优质头部公司。我们分析了2020年中报收入规模前50、后50、19家头部公司的市值占比变化趋势，从15年12月31日至20年8月31日，收入规模前50公司市值占比从45%提升至56%，占比增长11pct；收入规模后50公司市值占比从16%降至9%，占比下滑7pct；17家头部公司市值占比从14%提升至36%，占比提升22pct。从15年至今，市场逐渐聚焦大公司，尤其是细分领域的优质头部公司。头部公司的溢价本质在于其传统业务继续领先，高估值新兴业务如云服务、智能车载和互联网医疗更是行业较少脱颖而出的典型。

图34：市值占比对比

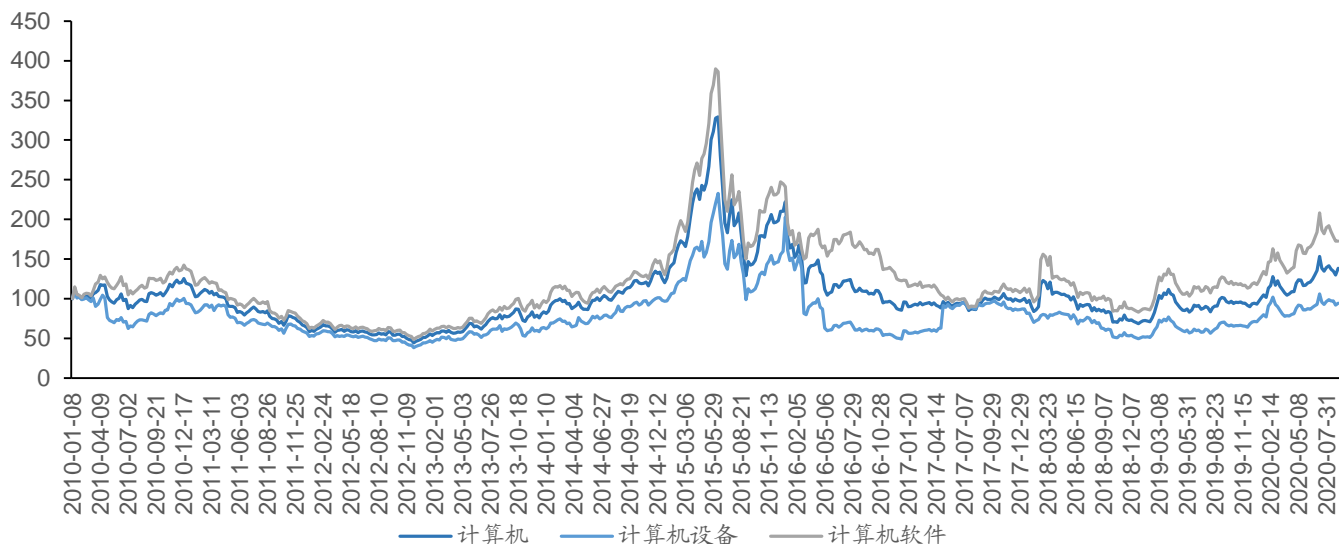


数据来源：wind、广发证券发展研究中心

## 五、行业估值水平

截至2020年8月31日收盘,计算机行业市盈率(中信分类-TTM整体法-剔除负值)为71倍,处于三年多相对较高水平,行业整体市值空间透支明显。

图35: 行业PE变化(市盈率历史TTM整体法,单位:倍)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

**总体观点:** 从中报看,整体情况包括龙头公司鲜有超预期,短期看缺少基本面驱动因素,估值仍需时间消化。但从中长期角度看,由于行业应用云、智能网联汽车和医疗信息化产业周期较好,金融IT预期不断增强、网络信息安全和IT基础设施需求稳定成长,我们认为一定时间成本容忍度之下是可以逐步加大配置优质公司的。

## 六、风险提示

(一) 分化加剧对行业指数的影响

(二) 下游景气度和需求的不确定性,典型如受财政预算强约束或周期性较强支出态势不明朗的下游领域

(三) 短期估值高,仍需消化

(四) 外部环境与市场风险偏好的不确定性

## 广发计算机行业研究小组

刘雪峰：首席分析师，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理工作。2010年7月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作，2014年1月加入广发证券发展研究中心。

庞倩倩：资深分析师，华南理工大学管理学硕士，曾就职于华创证券，2018年加入广发证券发展研究中心。

雷棠棣：研究助理，电子科技大学软件工程学士，哈尔滨工业大学软件工程硕士，悉尼大学商科硕士（金融学与商业分析方向），注册会计师非执业会员。曾在四大行IT部门工作3年，2020年4月加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收



入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。