



万联晨会

2025 年 09 月 23 日 星期二

概览

核心观点

【市场回顾】
周一 A 股三大指数集体收涨，截止收盘，沪指收涨 0.22%，深成指收涨 0.67%，创业板指收涨 0.55%。沪深两市成交额 21212.46 亿元。申万行业方面，电子、计算机、有色金属领涨，社会服务、美容护理、商贸零售领跌；概念板块方面，同花顺果指数、AI 手机、智能音箱概念涨幅居前，中韩自贸区、高压氧舱、免税店概念跌幅居前。港股方面，恒生指数收跌 0.76%，恒生科技指数收跌 0.58%；海外方面，美国三大指数集体收涨，道指收涨 0.14%，标普 500 收涨 0.44%，纳指收涨 0.7%。

【重要新闻】
【我国资本市场实现量的稳步增长和质的有效提升】9 月 22 日国新办举行的“高质量完成‘十四五’规划”系列主题新闻发布会。“十四五”时期，我国资本市场实现了量的稳步增长和质的有效提升，为“十五五”高质量发展打下坚实基础。中国证监会主席吴清在会上表示，“十四五”时期，面对不确定、不稳定因素明显增多的复杂严峻形势，党中央、国务院对资本市场作出一系列重大决策部署，在中央金融办统筹协调下，证监会与各方面一起认真抓好贯彻落实，一体推进防风险、强监管、促高质量发展，合力稳市场、稳预期、稳信心，推动市场健康稳定发展的态势持续形成并不断巩固。

研报精选

SW 计算机行业 2025 上半年业绩向好，盈利能力及经营质量均有所提升

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,828.58	0.22%
深证成指	13,157.97	0.67%
沪深 300	4,522.61	0.46%
科创 50	1,408.64	3.38%
创业板指	3,107.89	0.55%
上证 50	2,922.18	0.43%
上证 180	9,887.88	0.69%
上证基金	7,119.75	0.12%
国债指数	224.74	0.01%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	46,381.54	0.14%
S&P500	6,693.75	0.44%
纳斯达克	22,788.98	0.70%
日经 225	45,493.66	0.99%
恒生指数	26,344.14	-0.76%
美元指数	97.34	-0.31%

主持人： 李滢
Email: liying1@wlzq.com.cn

核心观点

【市场回顾】

周一 A 股三大指数集体收涨，截止收盘，沪指收涨 0.22%，深成指收涨 0.67%，创业板指收涨 0.55%。沪深两市成交额 21212.46 亿元。申万行业方面，电子、计算机、有色金属领涨，社会服务、美容护理、商贸零售领跌；概念板块方面，同花顺果指数、AI 手机、智能音箱概念涨幅居前，中韩自贸区、高压氧舱、免税店概念跌幅居前。港股方面，恒生指数收跌 0.76%，恒生科技指数收跌 0.58%；海外方面，美国三大指数集体收涨，道指收涨 0.14%，标普 500 收涨 0.44%，纳指收涨 0.7%。

【重要新闻】

【我国资本市场实现量的稳步增长和质的有效提升】9 月 22 日国新办举行的“高质量完成‘十四五’规划”系列主题新闻发布会。“十四五”时期，我国资本市场实现了量的稳步增长和质的有效提升，为“十五五”高质量发展打下坚实基础。中国证监会主席吴清在会上表示，“十四五”时期，面对不确定、不稳定因素明显增多的复杂严峻形势，党中央、国务院对资本市场作出一系列重大决策部署，在中央金融办统筹协调下，证监会与各方面一起认真抓好贯彻落实，一体推进防风险、强监管、促高质量发展，合力稳市场、稳预期、稳信心，推动市场健康稳定发展的态势持续形成并不断巩固。

分析师 李滢 执业证书编号 S0270522030002

研报精选

SW 计算机行业 2025 上半年业绩向好，盈利能力及经营质量均有所提升 ——计算机行业跟踪报告

行业核心观点：

SW 计算机行业 2025 上半年业绩显著修复，营收、归母净利润同比增长，盈利能力有所提升，业绩表现分化。2025 上半年，SW 计算机行业实现营业收入 6,114.08 亿元，同比增长了 11.77%，增速同比提升了 4.56pct，增长态势向好；若按中位数法计算同比增速为 2.99%，低于整体法的同比增速，反映出计算机行业标的营收表现分化较为明显，部分中大规模的头部优质企业营收表现较优，带动了行业整体营收稳健增长，而超半数中小规模企业营收表现则劣于行业整体水平；行业实现归母净利润 128.59 亿元，同比大幅增长了 40.99%，增速由负转正，且明显超过同期营收同比增速，反映出行业盈利能力有所提升；若按中位数法计算同比增速为 9.41%，同样低于整体法下的同比增速，反映出计算机行业的归母净利润也呈现分化特征，部分中大规模的头部优质企业的归母净利润表现较优，我们认为主要是由于行业中大规模的头部优质企业受益于规模效应，在成本费用支出上具备比较优势。

投资要点：

单季度看，SW 计算机行业 25Q2 业绩稳健增长，盈利能力提升。25Q2，SW 计算机行业实现营业收入 3,296.60 亿元，同比增长 8.28%，同比增速较 Q1 有所放缓；行业实现归母净利润 105.41 亿元，同比增长 19.77%，增速较 Q1 有所放缓，主要是由于 24Q1 归母净利润基数很低导致 25Q1 的同比增速较高，但 25Q2 行业归母净利润仍然呈现稳健增长态势，且高于同期营收同比增速，盈利能力有所提升。

费用端精细化管理成效显著，带动净利率同比增长，毛利率水平仍然承压。成本端，2025 上半年 SW 计算机行业的毛利率水平同比下滑 2.55pct 至 23.25%，反映出计算机行业营业成本端持续承压，我们认为一方面是受原材料、人工、物流等成本端价格上涨的影

响，另一方面或是由于服务器等较低毛利率水平的业务收入占比提升所致。费用端，2025上半年行业继续落实费用端精细化管理，整体期间费用率同比下滑 2.57pct 至 21.21%，下滑幅度超过 2024 上半年，反映出行业整体的费用精细化管理成效进一步显现。若行业成本端压力缓解，毛利率水平回暖，则行业整体盈利能力有望进一步提升。具体的，四大费用率均同比下滑，反映行业整体在各线条的人员数量及结构优化、经济效益提升等精细化费用管理成效持续显现。

经营性现金流表现有所改善，经营质量提升。2025 上半年，SW 计算机行业经营性现金流净额为-341.44 亿元，较 2024 上半年及 2023 上半年的净流出规模均明显收窄；单季度看，2025Q2 的经营性现金流净额为 15.62 亿元，同比由负转正，反映行业的经营性现金流表现明显改善，回款能力及经营质量有所提升

各子板块业绩表现分化，SW 二级子板块中计算机设备的营收表现及盈利能力优于 IT 服务 II 以及软件开发。2025 上半年，SW 计算机行业各三级子板块中，除垂直应用软件外均实现营收同比增长，其中毛利率水平相对较低的 IT 服务 III 和其他计算机设备子板块的营收增速较高，低毛利率水平子板块的收入占比提升，从而导致了行业整体的毛利率水平下滑。其中，IT 服务 III 子板块营收规模较高但毛利率水平较低；安防设备子板块营收规模较为稳定，归母净利润同比稳健增长，毛利率及净利率水平均处于行业前列，费用率则存在优化空间；其他计算机设备子板块主要受益于 AI 及信创领域的旺盛需求，带动了服务器、信创等细分领域标的营收规模的快速增长；垂直应用软件子板块营收同比下滑，主要是由于传统的工业 IT、医疗 IT、政务 IT、银行 IT 等细分领域标的营收规模同比收窄，归母净利润同比高速增长则主要受益于资本市场向好和智能驾驶应用进程提速，带动了证券 IT、智能驾驶等细分领域标的的盈利能力大幅提升；横向通用软件子板块营收稳健增长，归母净利润亏损有所收窄，主要受益于 AI 应用的加速落地和网络安全需求的提升，未来随着 AI 应用的商用化规模化落地，相关企业有望进入业绩兑现期，行业整体的盈利能力有望进一步修复。

投资建议：基于行业上半年的业绩表现，我们建议继续聚焦 AI 和信创两大投资主线。AI 主线建议关注：1) 我国人工智能产业加速发展过程中 AI 产品的规模化、商业化的加速落地，具体包括布局 AI 终端、AI Agent 及潜在杀手级 AI 应用产品的领先企业；2) 我国人工智能产业在重点场景的应用需求及创新产品；3) 规模化 AI 应用落地对端侧及推理侧算力需求的提振，以及 AI 算力建设对服务器等重点产业链环节的需求拉升；4) 智能驾驶产业的落地进程及布局相关产业链的领先厂商。信创领域建议关注：1) 中央集中采购需求的持续增长；2) 党政信创在三、四线城市及区县地区的招投标情况；3) 重点行业信创的招投标情况及信创产品的渗透率提升；4) 布局国产中央处理器（CPU）、操作系统和数据库等信创产品的领先厂商。

风险提示：中美科技摩擦；国内 AI 大模型发展及技术研发不及预期；AI 应用落地进程不及预期；算力基础设施建设进度不及预期；信创采购需求不及预期；车路云一体化试点进度及 Robotaxi 规模化商用进度不及预期；数据口径差异。

分析师 夏清莹 执业证书编号 S0270520050001

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登记为证券分析师，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

本报告由万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本晨会纪要仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本晨会纪要是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本晨会纪要所载资料、意见及推测不一致的研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本晨会纪要中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本晨会纪要所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本晨会纪要中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本晨会纪要中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本晨会纪要主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为万联证券股份有限公司研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经我方许可而引用、刊发或转载本报告的，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