

强于大市

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
科大讯飞	002230.SZ	36.35	增持
浪潮信息	000977.SZ	32.64	买入
恒生电子	600570.SH	103.53	买入
广联达	002410.SZ	70.20	买入
绿盟科技	300369.SZ	22.70	买入

资料来源：万得，中银证券
以 2020 年 9 月 8 日当地货币收市价为标准

2020 计算机行业中报综述

环比优于往年两成，AI 与云表现略胜

对计算机行业 208 支个股的 2020 年中报业绩进行分析，发现在 H1 整体营收持平、利润承压之下，仍有现金流改善。而 Q2 环比改善爆发力更强，增长占比较往年更胜两成。细分板块表现各异，AI 和云等相对较好。

支撑评级的要点

- **半年期尺度看，承压难免。**由于 Q1 表现拖累，行业半数公司上半年同比下滑。整体和中枢营收增速分别为 1.1%和-4.7%，净利润增速分别为-47.0%和-18.0%。但经营性现金流方面，超半数增长，增幅为 10.3%（整体法）和 8.9%（中位数法），延续了 2019H1 现金流改善的趋势（但增幅小幅收窄）。主要原因在于：（1）行业公司复产复工后努力实现收入持平；（2）同期人员成本导致利润下滑较大；（3）节流以及部分项目暂停等因素使得现金流存在改善空间。
- **Q2 全面实现环比改善，且较往年更优。**二季度复产复工后行业快速复苏，约 9 成公司实现环比指标改善。即使考虑季节性因素（行业二季度一般占比较一季度更大），今年环比比例也较 2019 年同期高出 3-38pct（平均值约 19pct）。以中位数结果为例，营收、净利润、扣非净利润和现金流指标分别环比增长 25%、152%、131%和 105%。由此判断疫情影响基本在 Q1 消化，对全年业绩展望为逐季环比进一步提升，并有望实现年度同比正增长。
- **细分板块中人工智能、云计算有部分指标较好。**营收方面，人工智能以 14.0%领衔，甚至略高于 2019 年的 13.9%；现金流方面，云计算、金融科技、电子政务板块实现两年同期的正增长，其中云计算现金流指标增幅从 2019H1 的 4.1%大幅提升到 2020H1 的 11.2%；净利润方面，2019H1 增幅较大的板块 2020H1 则大致上降幅较大，反映板块基本面（如人员、成本、格局等）并无明显变化，主要与基数高低有关。

重点推荐

- 推荐中报业绩在收入和现金流表现较好的人工智能和云计算板块，以及存在预期差的网络安全（H2 业务占比更高）板块。推荐个股包括**科大讯飞、恒生电子、广联达、浪潮信息、绿盟科技**等。

评级面临的主要风险

- 个股业绩波动；疫情影响反复；项目交付压力增大。

相关研究报告

《计算机行业点评》20200813
《2020 年 8 月计算机行业观点》20200803
《计算机 2020 年中期策略》20200722

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

目录

同比营收持平，业绩中枢有韧性 4
正增长不及半数，现金流表现略好 4
整体法营收微增，节流使现金流改善 4
中枢保持，头部利润增长较好 5
环比全面改善，拐点不容忽视 7
约九成业绩环比同增 7
Q2 实现半年 6 成收入，利润扭亏为盈 7
环比中枢变化与整体接近，业绩反弹是行业性趋势 8
细分板块：AI 营收领先，云计算现金流连续提升 10
投资建议 13
个股推荐 13
风险提示 13

图表目录

图表 1. 行业个股营收 YoY 增减占比.....4
图表 2. 行业个股归母净利润 YoY 增减占比.....4
图表 3. 行业个股扣非净利润 YoY 增减占比.....4
图表 4. 行业个股经营性现金流 YoY 增减占比.....4
图表 5. 2018-2020 中报营收 YoY 变化（整体法）.....5
图表 6. 2018-2020 中报归母净利润 YoY 变化（整体法）.....5
图表 7. 2018-2020 中报扣非净利润 YoY 变化（整体法）.....5
图表 8. 2018-2020 中报经营性现金流 YoY 变化（整体法）.....5
图表 9. 2018-2020 中报营收 YoY 变化（中位数）.....6
图表 10. 2018-2020 中报归母净利润 YoY 变化（中位数）.....6
图表 11. 2018-2020 中报扣非净利润 YoY 变化（中位数）.....6
图表 12. 2018-2020 中报经营性现金流 YoY 变化（中位数）.....6
图表 13. 行业个股营收 QoQ 增减占比.....7
图表 14. 行业个股归母净利润 QoQ 增减占比.....7
图表 15. 行业个股扣非净利润 QoQ 增减占比.....7
图表 16. 行业个股经营性现金流 QoQ 增减占比.....7
图表 17. 2018-2020 中报营收 QoQ 变化（整体法）.....8
图表 18. 2018-2020 中报归母净利润 QoQ 变化（整体法）.....8
图表 19. 2018-2020 中报扣非净利润 QoQ 变化（整体法）.....8
图表 20. 2018-2020 中报经营性现金流 QoQ 变化（整体法）.....8
图表 21. 2018-2020 中报营收 QoQ 变化（中位数）.....9
图表 22. 2018-2020 中报归母净利润 QoQ 变化（中位数）.....9
图表 23. 2018-2020 中报扣非净利润 QoQ 变化（中位数）.....9
图表 24. 2018-2020 中报经营性现金流 QoQ 变化（中位数）.....9
图表 25. 子板块营收增速.....10
图表 26. 子板块归母净利润增速.....11
图表 27. 子板块扣非净利润增速.....11
图表 28. 子板块经营性现金流增速.....12
附录图表 29. 报告中提及上市公司估值表.....14

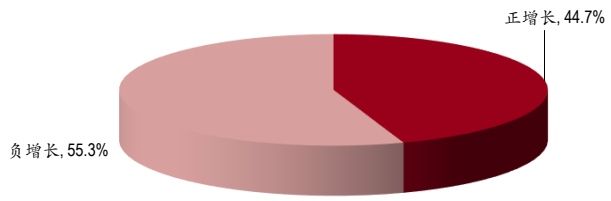
同比营收持平，业绩中枢有韧性

2020 年中报出尽，通过分析了申万计算机行业 208 支股票（剔除 ST、新股/次新股、B 股），具体结果和分析如下。

正增长不及半数，现金流表现略好

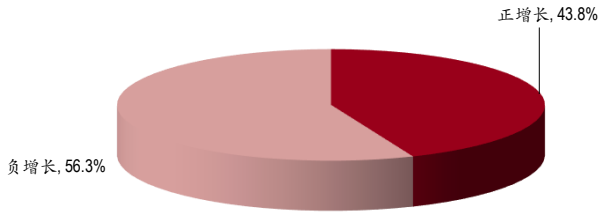
从正、负增长的个股数量来看，计算机行业整体呈现为良莠各半，但正增长情况表现略弱。**（1）营收、归母净利润、扣非净利润正增长占比低于一般，在 36~45%之间；（2）经营性现金流正增长占比超一半，达 54%。**

图表 1. 行业个股营收 YoY 增减占比



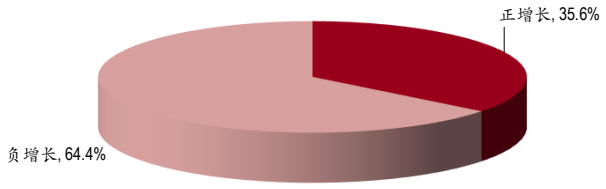
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 行业个股归母净利润 YoY 增减占比



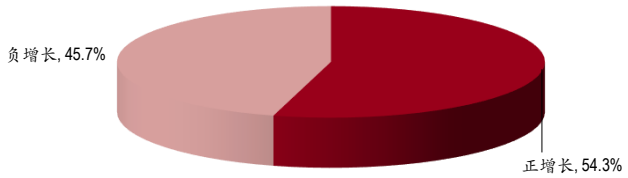
资料来源：万得，中银证券

图表 3. 行业个股扣非净利润 YoY 增减占比



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 行业个股经营性现金流 YoY 增减占比



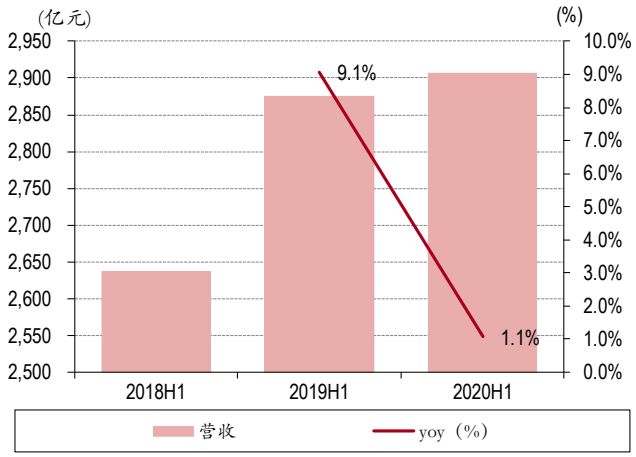
资料来源：万得，中银证券

整体法营收微增，节流使现金流改善

按照整体法计算，行业实现营收 2,906 亿元，同比增长 1.1%。虽然同期实现正向提升，但增速较 2019 年上半年的 9.1%相差一个量级。同时，归母净利润和扣非净利润均同比下降约一半（分别为-47%和-51%）。**这一结果符合疫情影响因素，即尽管行业公司努力做到收入持平微增，但在研发费用等持续支出下，利润水平下降明显。**

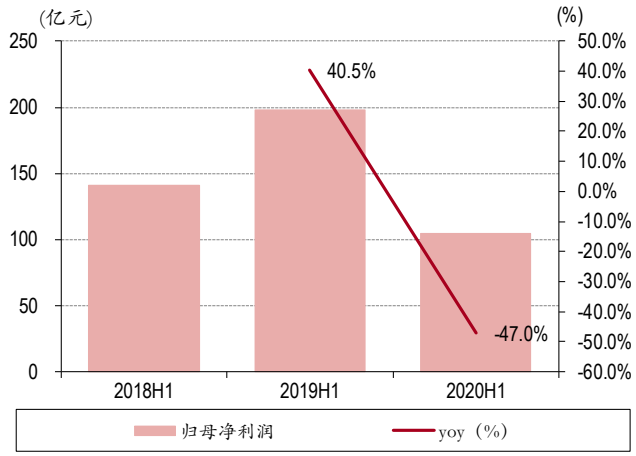
另一方面，经营性现金流同增 10.3%，延续了 2019 年上半年改善趋势。**预计与上半年收入同比不减、费用率（特别是销售、管理费用）下降有关。**

图表 5. 2018-2020 中报营收 YoY 变化（整体法）



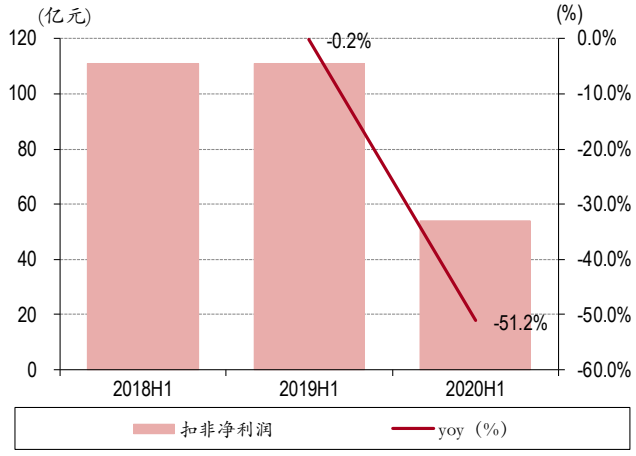
资料来源：万得，中银证券

图表 6. 2018-2020 中报归母净利润 YoY 变化（整体法）



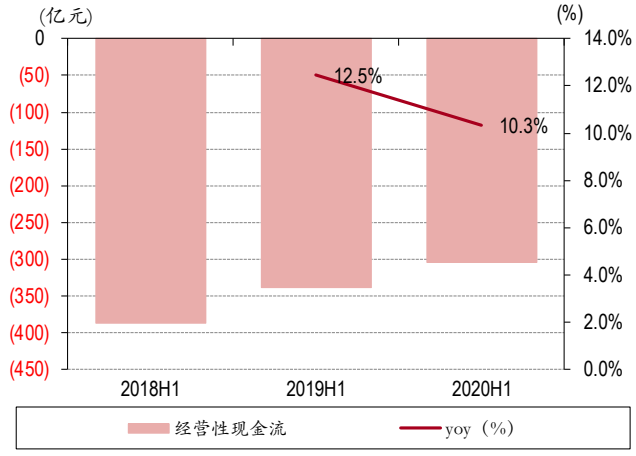
资料来源：万得，中银证券

图表 7. 2018-2020 中报扣非净利润 YoY 变化（整体法）



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 2018-2020 中报经营性现金流 YoY 变化（整体法）



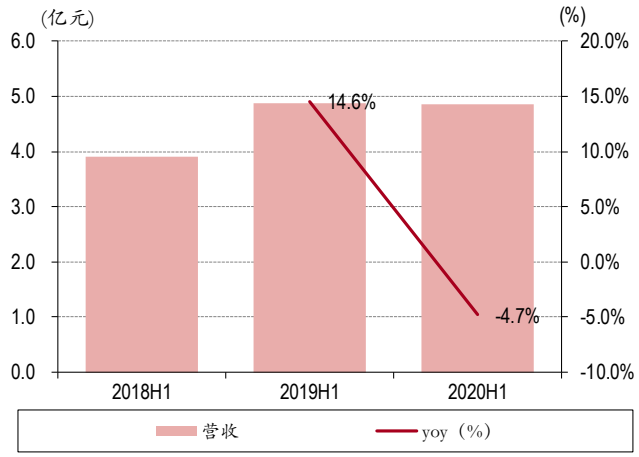
资料来源：万得，中银证券

中枢保持，头部利润增长较好

按中位数计算的情况与整体法趋势有所差异。（1）营收表现略低于整体法，同比持平微降；（2）利润水平均好于整体法，归母和扣非净利润分别同比下降仅 18%和 28%；（3）现金流趋势和整体法接近。对于其中利润水平的差异，分析主要因为“创利大户”增速略有优势。

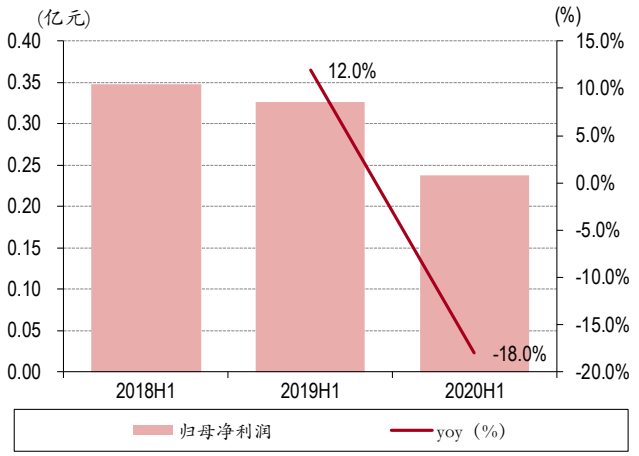
在现金流部分，中位数法表现弱于整体法，原因在于现金流体量较大的公司整体增长较好但占比略少。例如，同增和同降幅度超 100%的公司各有 47 个和 56 个；经营性现金流前 20 的公司平均增长了 916%，前半数平均增长 189%。

图表 9. 2018-2020 中报营收 YoY 变化（中位数）



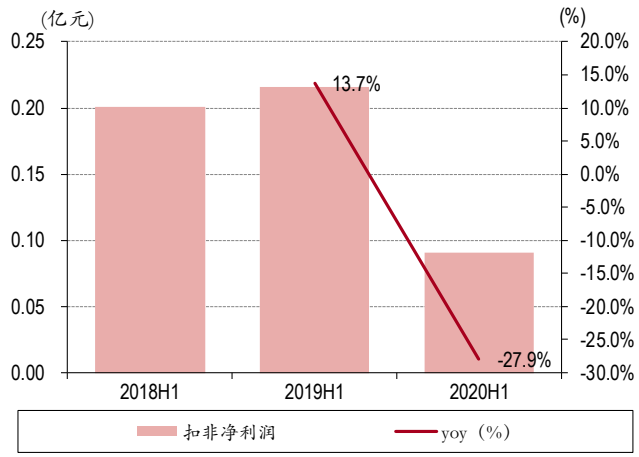
资料来源：万得，中银证券

图表 10. 2018-2020 中报归母净利润 YoY 变化（中位数）



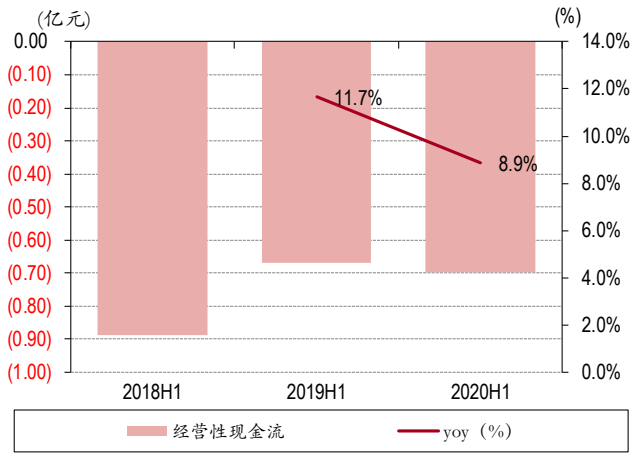
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 2018-2020 中报扣非净利润 YoY 变化（中位数）



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 2018-2020 中报经营性现金流 YoY 变化（中位数）



资料来源：万得，中银证券

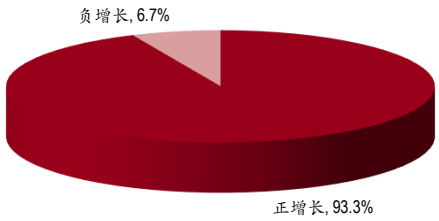
环比全面改善，拐点不容忽视

约九成业绩环比同增

在 Q2 环比方面，行业实现全板块约九成正增长：营收正增长比例最高，达 93%；利润正增比例为 86~90%；现金流改善比例达 85%。

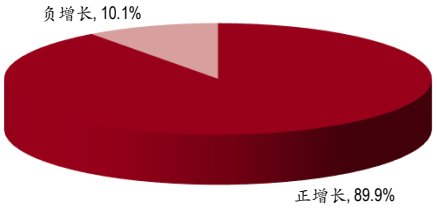
考虑到行业本身有季节性，历史上二季度体量一般较一季度就有所提升。因此，和 2019 年数据作比较——2019Q2 营收、净利润、扣非和现金流环比增长的比例分别为 77%、71%、52%和 82%。显然，即使考虑季节性差异，**今年的二季度拐点仍然是更为突出的，与往年表现相比好 3-38pct（平均值约 19pct）。**

图表 13. 行业个股营收 QoQ 增减占比



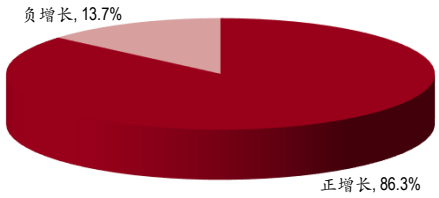
资料来源：万得，中银证券

图表 14. 行业个股归母净利润 QoQ 增减占比



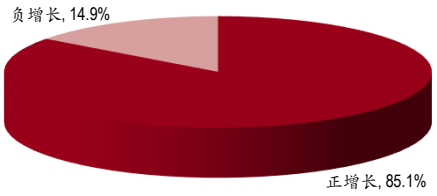
资料来源：万得，中银证券

图表 15. 行业个股扣非净利润 QoQ 增减占比



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 行业个股经营性现金流 QoQ 增减占比

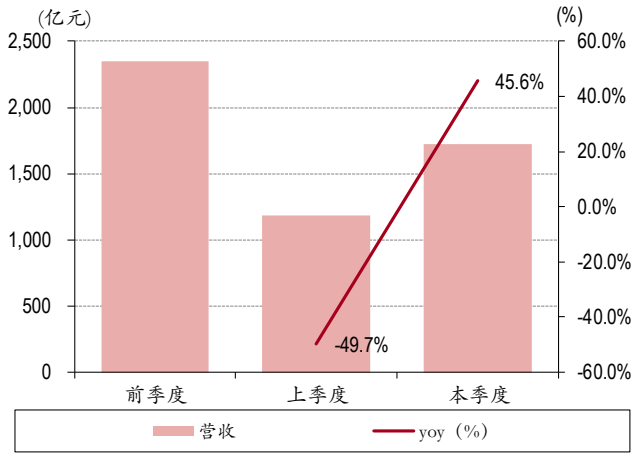


资料来源：万得，中银证券

Q2 实现半年 6 成收入，利润扭亏为盈

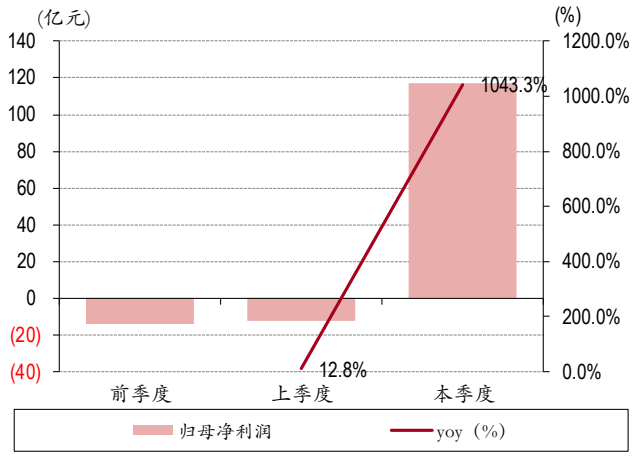
二季度单季实现营收 1,723 亿元，占到上半年比例 59.3%，环比增长 45.6%。归母和扣非净利润均实现扭亏为盈，由于 Q1 整体法归母净利润较小，Q2 环比增长 1043%，扣非也增长 421%。现金流也由负转正，环比增长 122%。

图表 17. 2018-2020 中报营收 QoQ 变化（整体法）



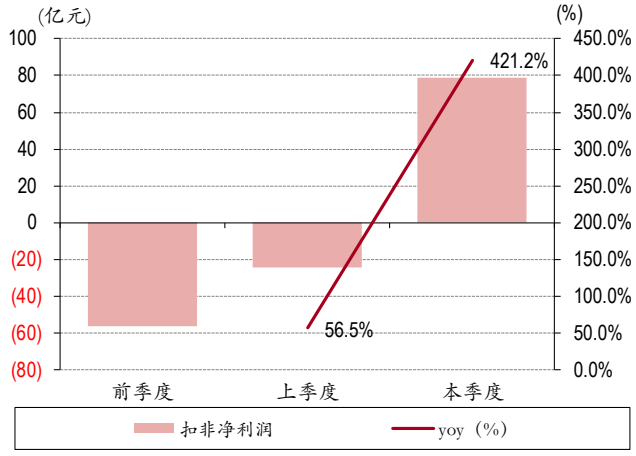
资料来源：万得，中银证券

图表 18. 2018-2020 中报归母净利润 QoQ 变化（整体法）



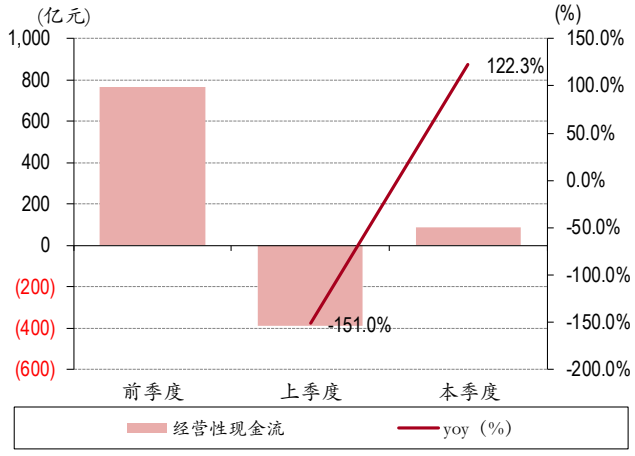
资料来源：万得，中银证券

图表 19. 2018-2020 中报扣非净利润 QoQ 变化（整体法）



资料来源：万得，中银证券

图表 20. 2018-2020 中报经营性现金流 QoQ 变化（整体法）



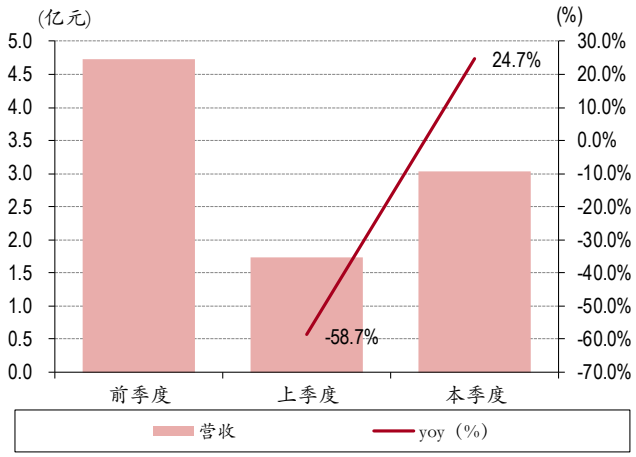
资料来源：万得，中银证券

环比中枢变化与整体接近，业绩反弹是行业性趋势

按中位数计算，营收环比提升 25%，净利润和扣非净利润提升 152%和 131%，现金流改善 105%。除了幅度上与整体法有所不同之外，两者趋势相符。

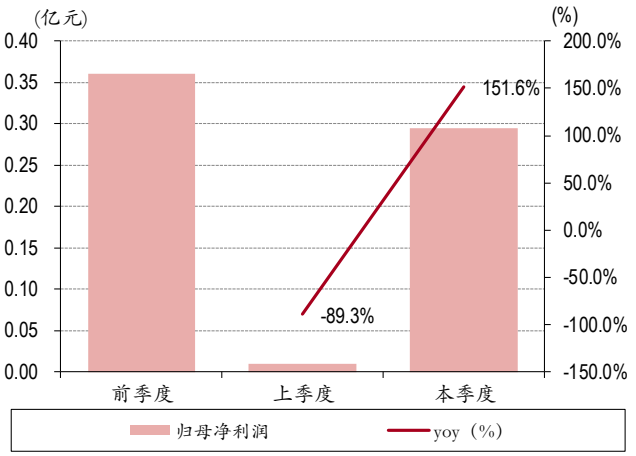
我们认为，在疫情特殊事件下，2020 年半年业绩因参考复苏后阶段为主，即业绩高弹性的 Q2 单季数据。**由此判断疫情对行业的影响已经在一季度反映充分。下半年有望实现 Q3、Q4 两个季度的进一步环比高增长，并对全年同比增长展望较好。**

图表 21. 2018-2020 中报营收 QoQ 变化（中位数）



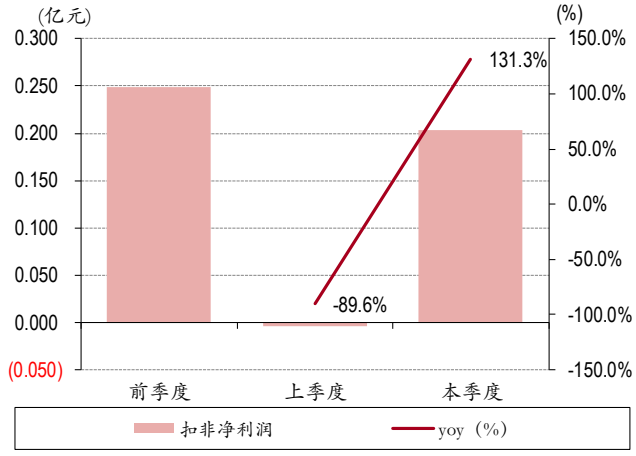
资料来源：万得，中银证券

图表 22. 2018-2020 中报归母净利润 QoQ 变化（中位数）



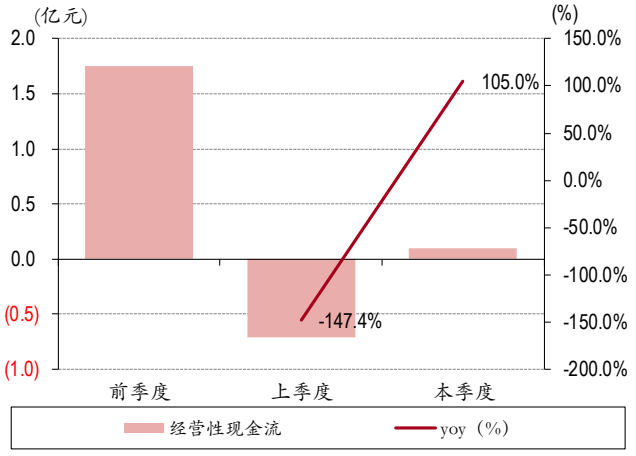
资料来源：万得，中银证券

图表 23. 2018-2020 中报扣非净利润 QoQ 变化（中位数）



资料来源：万得，中银证券

图表 24. 2018-2020 中报经营性现金流 QoQ 变化（中位数）



资料来源：万得，中银证券

细分板块：AI 营收领先，云计算现金流连续提升

我们分析了**云计算**、**人工智能**、**网络安全**、**金融科技**、**电子政务**、**医疗信息化**（智慧医疗）、**工业互联网**、**信创**（自主可控）和**智慧城市** 9 个子板块的数据。板块标的由万得同名指数中的计算机行业成分组成（体量较大的浪潮信息在云计算、人工智能和信创板块之外未予保留）。

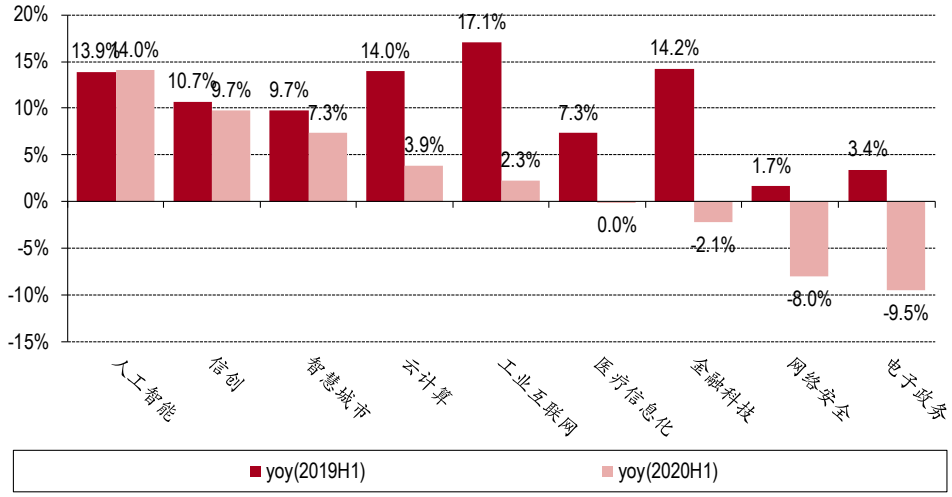
从营收来看，**增长最快的是人工智能（+14%）板块，增速甚至高于 2019H1；其次是信创（+11%）、智慧城市（10%）、云计算（+10%）和工业互联网（+4%）板块。**增长较弱的是电子政务（-10%）、网络安全（-8%）、金融科技（-2%）和医疗信息化（-0%）板块。

这基本反映了疫情影响下政府项目投入和确收减少导致电子政务和网络安全收入同降明显的结果。

人工智能板块主要受浪潮信息（+41%）、恒生电子（+6%）、天泽信息（+110%）、科大讯飞（+3%）、汉王科技（+61%）和虹软科技（+14%）等个股带动表现较好（以上个股按 2019 年同期基数降序列出）。

信创板块则受紫光股份（+12%）、浪潮信息（+41%）、太极股份（-1%）等较大体量收入公司带动表现尚可。标签股如中国软件（-33%）、中国长城（-9%）、金山办公（+34%）、中科曙光（-13%）等则各有升降。

图表 25. 子板块营收增速

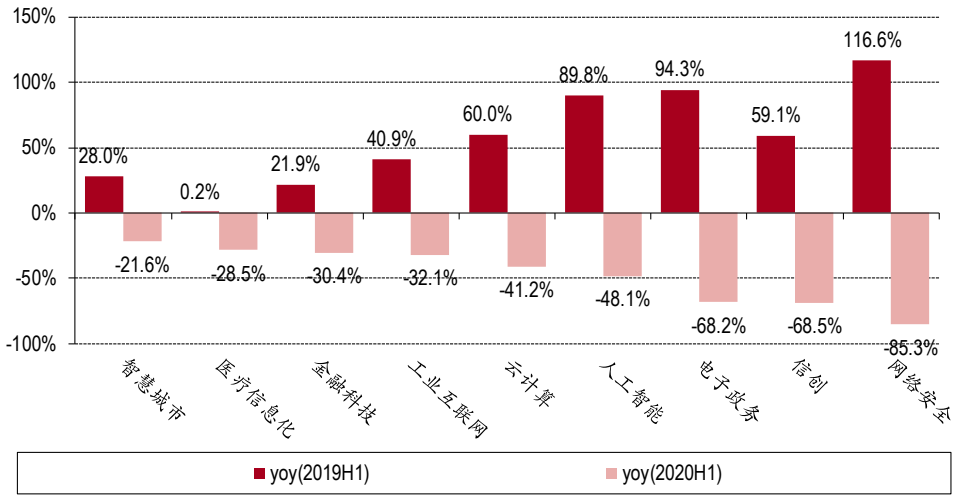


资料来源：万得，中银证券

在净利润方面，全板块同样面临下降压力。表现相对较好的是智慧城市（-22%）、医疗信息化（-29%）、金融科技（-30%）、工业互联网（-32%）。其他如网络安全（-85%）、信创（-69%）、电子政务（-68%）、人工智能（-48%）和云计算（-41%）则相对较弱。

并且，比较 2019 年同期板块的增速可见，2019H1 增速较高的，基本上 2020H1 降幅就较大。**这反应了板块基本面变化不大，包括人员成本、行业格局等。因此，在收入增减幅度有限的情况下，去年同期增长基数较高的今年也面临表观增速更大的压力。**

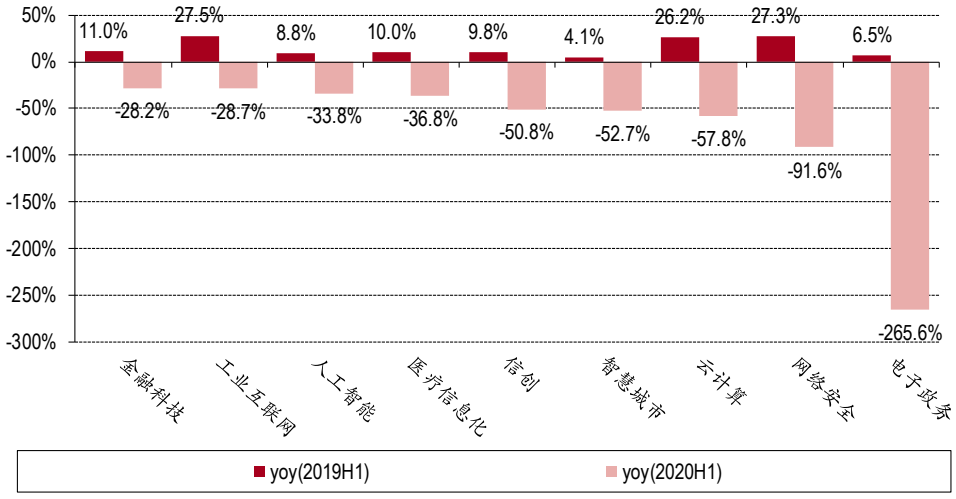
图表 26. 子板块归母净利润增速



资料来源：万得，中银证券

板块扣非增速的与归母净利润也大致符合，排名靠前的是金融科技、工业互联网、人工智能，靠后的有云计算、网络安全和电子政务。电子政务扣非下降幅度较大的公司包括榕基软件（-11438%）、万达信息（-1161%）、金证股份（-831%）等。

图表 27. 子板块扣非净利润增速

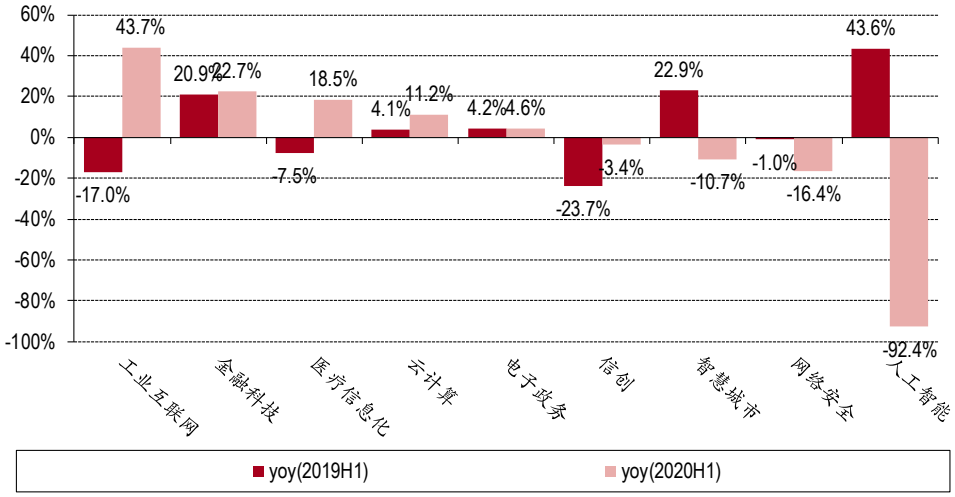


资料来源：万得，中银证券

经营性现金流方面，按整体法波动较大，其中表现较好的有工业互联网、金融科技、医疗信息化、云计算、电子政务等。

另外，**金融科技、云计算、电子政务三个板块现金流表现稳定性较好，保持了两年中报现金流的正增长，且增长幅度接近（云计算板块有提升）**。进一步分析看到云计算机板块的宝信软件、广联达、云赛智联、博彦科技、奥飞数据、中科金财等个股实现了 2019H1 和 2020H1 两期的现金流正增长。

图表 28. 子板块经营性现金流增速



资料来源：万得，中银证券

投资建议

个股推荐

推荐中报业绩在收入和现金流表现较好的人工智能和云计算板块，以及存在预期差的网络安全（H2业务占比更高）板块。推荐个股包括**科大讯飞**、**恒生电子**、**广联达**、**浪潮信息**、**绿盟科技**等。

风险提示

1、个股业绩波动。行业和板块为整体趋势，存在其中个股因素导致的业绩波动风险。

2、疫情影响反复。如果下半年至明年春季疫情出现反复，会导致业务再次受到影响。

3、项目交付压力增大。订单集中在下半年招标、实施、交付，对公司团队带来压力，可能出现供应瓶颈，或部分业绩无法在年内体现的情况。

附录图表 29. 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) 2020E	2021E	市盈率(x) 2020E	2021E
002230.SZ	科大讯飞	增持	36.35	799	0.47	0.67	77	54
000977.SZ	浪潮信息	买入	32.64	470	0.83	1.10	39	30
600570.SH	恒生电子	买入	103.53	1,081	1.76	2.18	59	47
002410.SZ	广联达	买入	70.20	831	0.34	0.47	206	149
300369.SZ	绿盟科技	买入	22.70	181	0.41	0.55	55	41

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 9 月 8 日

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，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