

三季度报低于预期，业绩考核压力增大

——恒为科技(603496.SH) 2019年三季度报点评

公司简报

◆事件：

公司发布2019年三季度报，前三季度实现营业收入3.3亿元，同比下降1.31%；归属于上市公司股东的净利润7143万元，同比下降13.57%；其中Q3单季营收1亿元，同比下降14.61%；单季归母净利润1921万元，同比下降47%；低于预期。

◆单季同比环比均出现下滑，业绩考核压力增大

公司Q3单季收入同比下降14.61%，为上市以来首次出现负增长。单季综合毛利率由60%以上降至52%，我们推测与收入构成比例变化有关。今年以来，由于下游公安应用市场建设重点发生变化，融合数据平台成为大数据重点布局方向，因此传统网安市场景气度有所降低，对公司在此领域与集成商的合作产生不利影响。公司股权激励对于2019年考核扣非净利润约1.22亿元，业绩压力较大。

◆长期流量增长仍驱动网络可视化在不同细分领域持续发展

网络可视化在具体下游应用公安、网信、运营商等细分可能出现阶段性预算及投入的波动，但中长期网络流量增长、协议复杂度提升等因素仍为行业增长的持续驱动力。未来5G将带来新的建设增量，我们看好网络可视化行业中长期发展前景。

◆嵌入式业务在自主可控领域迎来发展契机

在嵌入式与融合计算领域，公司在国产自主可控方向持续加大投入，产品已在多个重要客户逐步获得认可，与龙芯、飞腾等国内芯片企业在芯片采购、客户拓展及行业应用落地等方面均有合作。中长期看，国内自主行业的发展将对公司嵌入式业务产生积极影响。

◆下调“增持”评级

考虑到网安前端市场的格局变动对公司网络可视化业务的负面影响可能超出预期，以及今年以来网安前端市场景气度有所降低，下调19-21年净利润预测由1.44/1.76/2.11至1.16/1.33/1.48亿元，对应PE 35X/31X/28X，下调至“增持”评级。

◆风险提示：新产品技术产业化进度低于预期的风险

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	312	431	438	515	600
营业收入增长率	26.02%	38.18%	1.6%	17.55%	16.36%
净利润(百万元)	75	105	116	133	148
净利润增长率	21.31%	39.78%	10.75%	13.87%	11.50%
EPS(元)	0.37	0.52	0.57	0.65	0.73
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.48%	14.00%	12.91%	12.82%	12.50%
P/E	55	39	35	31	28
P/B	6.3	5.5	4.6	4.0	3.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年10月30日

增持(下调)

当前价：20.30元

分析师

石崎良 (执业证书编号：S0930518070005)
021-52523856
shiqi@ebsec.com

刘凯(执业证书编号：S0930517100002)
021-52523849
kailiu@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)：2.03

总市值(亿元)：41.14

一年最低/最高(元)：13.20/27.92

近3月换手率：118.75%

股价表现(一年)



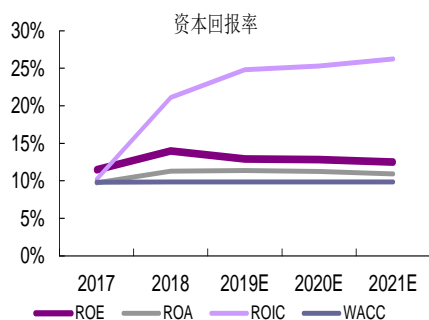
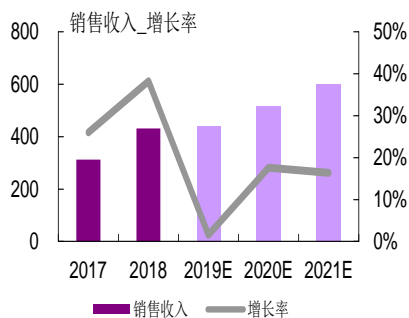
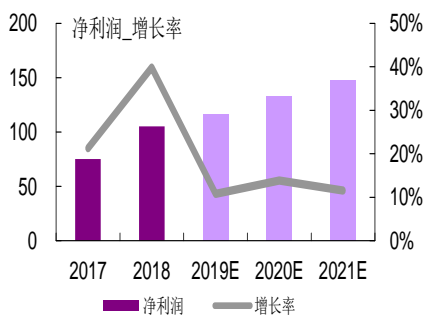
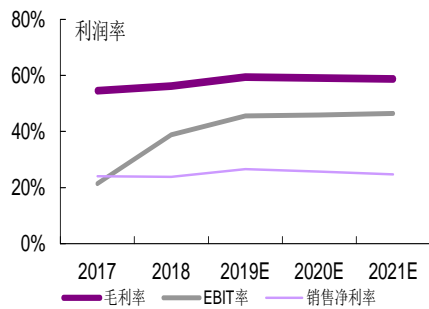
收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-4.40	7.62	32.57
绝对	-2.91	9.07	59.66

资料来源：Wind

相关研报

业绩小幅增长，毛利率显著上升——恒为科技(603496.SH) 2019年中报点评
.....2019-08-26
网络管控力度加大，看好前端市场高景气度——恒为科技(603496.SH) 2018年报点评
.....2019-04-21



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	312	431	438	515	600
营业成本	142	189	178	211	248
折旧和摊销	4	6	15	15	16
营业税费	3	5	4	5	6
销售费用	10	15	13	15	16
管理费用	84	50	39	44	47
财务费用	0	-3	-6	-8	-9
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	3	5	5	5	5
营业利润	79	114	137	156	174
利润总额	83	113	137	156	174
少数股东损益	0	-2	0	0	0
归属母公司净利润	75	105	116	133	148

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	770	914	1,025	1,178	1,352
流动资产	652	738	877	1,043	1,231
货币资金	249	260	435	496	608
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	130	220	170	223	261
应收票据	28	47	48	53	64
其他应收款	1	4	3	3	5
存货	184	176	182	229	254
可供出售投资	0	10	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	3	4	4	4	4
固定资产	61	135	125	114	102
无形资产	1	2	2	2	1
总负债	113	161	121	142	168
无息负债	88	146	121	142	168
有息负债	25	15	0	0	0
股东权益	657	753	904	1,036	1,184
股本	100	142	203	203	203
公积金	379	392	343	356	371
未分配利润	176	252	357	476	609
少数股东权益	2	2	2	2	2

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-59	39	135	51	101
净利润	75	105	116	133	148
折旧摊销	4	6	15	15	16
净营运资金增加	225	74	-8	122	121
其他	-363	-146	11	-219	-183
投资活动产生现金流	-110	-31	15	3	3
净资本支出	-56	-56	-2	-2	-2
长期投资变化	3	4	0	0	0
其他资产变化	-58	22	17	5	5
融资活动现金流	309	3	2	7	8
股本变化	25	42	61	0	0
债务净变化	-2	-10	-15	0	0
无息负债变化	13	58	-24	20	26
净现金流	140	11	175	61	112

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	26.02%	38.18%	1.60%	17.55%	16.36%
净利润增长率	21.31%	39.78%	10.75%	13.87%	11.50%
EBITDA 增长率	15.76%	143.69%	26.22%	17.31%	16.72%
EBIT 增长率	14.89%	150.69%	21.42%	18.42%	17.67%
估值指标					
PE	55	39	35	31	28
PB	6	5	5	4	3
EV/EBITDA	28	17	18	15	13
EV/EBIT	30	17	20	16	14
EV/NOPLAT	33	19	23	19	16
EV/Sales	6	7	9	8	6
EV/IC	3	4	6	5	4
盈利能力 (%)					
毛利率	54.58%	56.20%	59.43%	59.08%	58.71%
EBITDA 率	22.72%	40.08%	48.97%	48.87%	49.03%
EBIT 率	21.39%	38.80%	45.59%	45.92%	46.44%
税前净利润率	26.66%	26.28%	31.26%	30.28%	29.02%
税后净利润率 (归属母公司)	24.10%	24.38%	26.57%	25.74%	24.67%
ROA	9.74%	11.27%	11.36%	11.26%	10.94%
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.48%	14.00%	12.91%	12.82%	12.50%
经营性 ROIC	10.19%	21.12%	24.82%	25.32%	26.23%
偿债能力					
流动比率	5.92	4.63	7.29	7.38	7.31
速动比率	4.25	3.52	5.77	5.76	5.81
归属母公司权益/有息债务	26.21	50.09	-	-	-
有形资产/有息债务	30.54	60.02	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.37	0.52	0.57	0.65	0.73
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-0.29	0.19	0.66	0.25	0.50
每股自由现金流(FCFF)	-1.04	0.13	0.96	0.47	0.66
每股净资产	3.23	3.71	4.45	5.11	5.84
每股销售收入	1.54	2.13	2.16	2.54	2.96

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)创建于 1996 年, 系由中国光大(集团)总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼