

恒扬科技（831196）：业界领先的数据采集解决方案提供商

基本数据

总股本（万）	6700
流通股本（万）	2967.57
总市值（亿）	6.35
每股盈利（元）	-0.12
市盈（动态）	—
市净率（倍）	3.98
每股净资产（元）	2.38
2016（H）营收	3211万
2016（H）净利润	-836.1万

梧桐树新三板提供：

股权质押、老股转让
董秘培训、商业路演
企业研报、媒体宣传
信用贷等专业融资服
务

邮箱：kf@91otc.com

电话：18124196569

梧桐树新三板 APP



投资要点：

1、大数据行业的宏观环境基础，国内网络数据带宽和数据容量增长的需求，互联网数据中心 IDC 的发展，预计 2019 年达到 1000 亿以上的市场规模。同时国内互联网用户的数量庞大，总体流量带宽和扩容增长加快，对数据采集、分析、应用需求旺盛，运营商和企业用户大数据分析需求爆发。

2、公司是业界领先的互联网大流量大数据采集、分析产品、应用解决方案及服务提供商，2015 年实现营收 2.64 亿元，实现净利润 4153 万元，营收同比增长 149.03%，净利润同比增长 743.98%。

3、公司产品属于数据采集设备领域，由于市场空间不是非常庞大，而且硬件产品对技术要求比较高、开发周期长、前期投入成本高，因此竞争并不是非常激烈，行业集中度比较高。上游供应商主要是一些核心芯片生产商、机箱供应商、加工厂商和软件模块合作商；下游主要分为 3 类，电信运营商、政府部门、互联网等企业。

4、公司截止 6 月 14 日股价 10.10 元，总股本 6700 万股，按照新三板二级市场价格计算市值 6.7 亿元，按照 2015 年净利润 4168 万计算，PE 大概 16.24 左右，对比其他的通信行业上市公司估值，目前的估值水平处于偏低区域。风险建议：客户较为集中，应付账款，税收优惠政策等变化风险。。

目录

一、公司业务与商业模式简析	2
1、 公司生产什么产品?	2
(1) 数据采集设备	2
(2) 数据分析产品	5
(3) 数据应用解决方案	5
2、公司的商业模式与上下游关系	7
3、市场竞争分析	8
二、公司股东结构与实际控制人	10
三、公司基本面分析	11
1、 营收分析	11
2、 现金流分析	12

3、 负债率分析	13
4、 团队分析	14
四、投资分析和建议	15

研报正文:

恒扬科技（831196）成立于 2003 年，2014 年完成股改并于 10 月 14 日完成新三板挂牌，是业界领先的互联网大流量大数据的采集/分析产品和应用解决方案及服务供应商。

由于当前产品主要应用于电信运营商，我们可以把恒扬归类到通信板块，但由于所处的领域相对比较专业，普通投资者可能不太能够理解公司的主要产品、商业模式、上下游客户、影响市场空间的因素等内容，而这些恰恰都是形成投资决策的关键，下面笔者根据过往多年通信行业经验，试图用简单易读的方式解释一下上面几个问题，帮助大家理解。

一、公司业务与商业模型简析

1、 公司生产什么产品？

（1）数据采集设备

随着移动互联网的发展，大家开始担心电信运营商逐渐沦为“管道”，这里的“管道”指的就是通信的通道，物理实体上有可能是电缆也有可能是光纤，从管道“直径”上有可能是 100M、GE、10GE、40GE、100GE 等，在网络中这些管道通过交换机、路由器等各种网络设备连接在一起，为用户提供上网、通话等各种电信业务，以及承载微信、视频、直播等各种 OTT 互联网业务。

由于一些大数据分析、安全监控、性能监测等需求，需要采集“管道”上的数据，在采集的过程中，有的时候需要过滤——例如只需要某些网元之间的数据或者某些类型的业务数据、有时候需要分流——将大管道的数据按照一些策略分到多个小管道、有的时候需要复制——将一份数据复制为多份，甚至有的时候需要对管道中的数据进行深入的 DPI 分析 (Deep Packet Inspection 深度包检测)，分析出各种业务的流量/占比/性能等。同样，对于企业专网、政府专网等，也有类似的数据采集、处理需求。

如果把大数据比做一个“金矿”，那么各类大数据厂商就是淘金

者，他们通过各种挖掘工具把金砂挖出来，然后通过其他的专业工具对金砂进行过滤、清洗、提炼等处理，最终获得价值连城的金子。在这个过程中，恒扬科技就是提供某类特种挖掘工具给淘金者的。金矿越大、环境变化越大、淘金者越多，对挖掘工具的需求量越大。

恒扬科技的主要产品，就是这些数据采集过程中所需的各种分流器、采集卡等数据采集设备，大数据“淘金者”们的挖掘工具，2015 年这部分产品的营收占公司总营收的 65%左右。

在这个领域，公司具有一定的技术优势和市场优势，根据公司年报，在 40GPOS、100GE 接口档次上，恒扬是业界第一个产品发布的数据采集分析应用厂家，甚至一度垄断了该市场的出货量，达到超过 50%以上的市场占有率。这类产品主要会受益于网络的扩容以及数据分析需求的扩展。

（I）互联网流量持续保持高速发展

图表 1：中国国际出口带宽及其增长率



（来源：CNNIC，梧桐树新三板研究院）

据 CNNIC 统计，截至 2015 年 12 月，中国国际出口带宽为 5,392,116Mbps (5.3T)，年增长率为 30.9%。而国际出口带宽仅仅为国内总带宽百分之一以下，带宽增长及流量扩容的重头尚在国家骨干网和电信城域网。仅山东联通 2016 年 1 月扩容新增带宽容量即在 15.6Tb 以上，全省总带宽在 30Tb 以上。

而 2015 年中国联通带宽扩容增长超 200T，仅此可知中国联通总

体流量带宽在 600T—1000T 左右。而中国联通、中国电信、中国移动三大电信运营商的总带宽应在 2000T 左右，且每年增长扩容的速率也在 40%左右。

随着 4G 的全面商用，移动用户的数据流量也不断提升，以中国移动为例，根据中国移动 2015 年年报显示，中国移动数据流量较上年增长 143.7%，而截至 2015 年底中国移动的客户总数为 8.26 亿，4G 用户尚只有 3 亿左右，随着用户逐步向 4G 网络迁移，数据流量仍将持续增长。

2015 年 5 月，国务院印发《关于加快高速宽带网络建设推进网络提速降费的指导意见》，明确提出：加快基础设施建设，2016—2017 年网络建设累计投资不低于 7000 亿元，到 2017 年底，全国所有设区市城区和大部分非设区市城区家庭要具备 100Mbps 光纤接入能力。

2015 年 7 月，国务院印发《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》，要求加快实施“宽带中国”战略，组织实施国家新一代信息基础设施建设工程，推进宽带网络光纤化改造。

总体来说，未来 1-3 年中，国内的互联网的数据流量都仍将保持高速的增长，而这些数据流量的增长，都会给流量采集领域带来需求的增长。

（II）运营商和企业用户大数据分析需求爆发

阿里巴巴创始人马云 2015 年演讲中讲到“未来的时代将不是 IT 时代，而是 DT 的时代，我们正在从以控制为出发点的 IT 时代，走向以激活生产力为目的的 DT 时代，21 世纪阿里巴巴要作一个伟大的数据公司。十年以后，这个世界上最大的资源不是石油，而是数据。

谁拥有更多的数据，谁能够把数据处理得速度更快，能够把数据产生出价值，这就是一个国家、一个企业的竞争力。”DT 就是 Data Technology 数据科技，显示大数据对于阿里巴巴集团来说举足轻重，阿里巴巴五年战略是真正把自己公司变成一个 DT 数据时代的云计算大数据的公司。

2015 年 9 月，经李克强总理签批，国务院印发《促进大数据发展行动纲要》（以下简称《纲要》），系统部署大数据发展工作。《纲要》明确，推动大数据发展和应用，在未来 5 至 10 年打造精准治理、多方协作的社会治理新模式，建立运行平稳、安全高效的经济运行新机制，构建以人为本、惠及全民的民生服务新体系，开启大众创业、万众创新创新驱动新格局，培育高端智能、新兴繁荣的产业发展新生态。

业界第三方易观智库预测中国大数据市场营收规模未来将以每年28%的速度增长，未来三年(2016-2018)预测的大数据营收规模近600 亿。在大数据产业链中，数据采集数据位于上游，由于大数据产业的快速发展，恒扬科技等数据采集设备提供商将直接受益。

(2) 数据分析产品

数据分析产品指数据分析、应用加速方案，帮助数据中心实现实时海量数据的协议识别、加解密、加解压缩、图像识别、视频处理、机器学习等算法和应用加速，属于大数据的技术服务。主要的应用对象为各种云计算数据中心或互联网应用厂商，例如阿里云、腾讯云、亚马逊、优酷土豆等。

从恒扬科技2015年年报看，这部分业务在2015年尚未形成收入，应该仍属于在研产品，商业模型暂未得到验证。

(3) 数据应用解决方案

数据应用解决方案指应用于互联网的安全审计、互联网用户和群体的画像、以及基于用户群体画像的一系列增值服务，包括但不限于基于位置的服务、营销推广、互联网广告、精准营销等等。

2015年这部分营收为9513万，营收占比已经提高到35%，2014年这部分营收为2495万，营收占比为23.50%，这部分的营收增长还是非常高速的。

图表2：2014-2017年易观智库中国大数据市场规模预测



(来源：易观智库，梧桐树新三板研究院)

但根据 EnfoDesk 易观智库发布的《中国大数据整体市场趋势预测报告 2014-2017》数据显示，2014 年进入大数据应用市场的快速增长期，增长速度将接近 30%。预计 2016 年国内大数据市场规模总量将突破 100 亿人民币。

国际数据公司 (IDC) 预计，全球大数据技术及服务市场 2016 年收入将达 238 亿美元，接近 1500 亿元人民币，中国市场规模未来 5 年将增长近 7 倍。根据 2015 年发布的《中国大数据发展调查报告 (2015 年)》显示，2014 年，国内大数据市场规模为 84 亿元，预计 2015 年接近 116 亿元，增速为 38%。与 2014 年中国信息产业规模 15 万亿元相比，大数据市场还是一个非常小的市场，还处在非常初级的阶段。

相对于数据采集设备这个领域，其对应的大数据技术服务于应用市场是个更加广阔而增长迅速的市场。

公司在 2015 年 4 月与互联网精准营销领军企业亿玛科技共同出资设立“深圳市蓝莓聚数科技有限公司”，面向大数据分析、互联网精准营销业务领域，恒扬科技占注册资本的 51%，增加面向互联网大数据精准营销的业务方向尝试。

2、公司的商业模式与上下游关系

图表 3：公司商业模型



(来源：公司年报，梧桐树新三板研究院)

恒扬科技的上游主要是一些核心芯片生产商、机箱供应商、加工厂商和软件模块合作商。其中最核心的应该是核心芯片供应商，从公司产品架构看，主要采用的是 Cavium 多核处理器技术，CaviumInc 公司是全球领先的多核 MIPS 和 ARM 处理器提供商，处理器广泛应用于网络/通讯、无线、存储和控制应用等领域的安全产品，国际上主要的网络/通讯/无线等厂商都有使用 Cavium 的解决方案，例如华为、思科、中兴、Juniper 等。

公司主要通过订制一些芯片，然后设计硬件并通过代工厂商完成硬件生产，之后基于硬件进行软件开发，形成最终对外销售的产品。和芯片厂商的合作程度决定了是否能够比较早的介入新型号芯片的开发，抢得先机，类似于当前手机厂商对高通最新芯片的争夺；同时公司的采购规模决定了采购成本的高低，而在硬件厂商中，成本控制在竞争中显得尤为重要。

如公司 2015 年年报中披露，公司的产品下游主要分为 3 类：

A 类，电信运营商：中国联通集团、中国电信集团、中国移动集团，及以上集团的省公司；

B 类，政府部门：政府公共安全、信息安全部门、国外政府部门；

C 类，互联网等企业：阿里巴巴、中石油等。

其实这里描述的下游用户均是最终用户，但实际上直接构成产品

采购的是为最终用户提供解决方案的厂商。例如给电信运营商提供信令采集与 DPI 解析方案的厂商，类似恒安嘉新、中创信测、博瑞得、世纪鼎利等厂商；例如提供安全解决方案的厂商，类似启明星辰的安全厂商，从年报中公司的主要客户名单就可以充分证明这一点。除特殊情况，这些解决方案提供商(或集成商)决定了设备选型和具体配置。

公司的产品下游客户中，以电信运营商占比最大，电信运营商对于 OSS/BSS 领域的支撑系统的采购往往采用集团招标集采的方式进行，为了获得一定的前期市场份额，谋求后续扩容或服务项目，集采招标竞争往往相当惨烈，经常出现超低报价甚至 0 报价 1 元报价的奇葩现象。但恒扬科技的设备基本不直接面对电信运营商，反而能够保证一定的利润空间，而亏损由解决方案提供商(或集成商)承担。

前面所描述的是公司数据采集设备产品的商业模式，但如果是数据应用解决方案产品，就要直接面对最终客户，而且会有比较多的软件开发服务，商业模式就完全不同了。

3、市场竞争分析

目前公司的主要产品是数据采集设备，在这个领域，由于市场空间不是非常庞大，而且硬件产品对技术要求比较高、开发周期长、前期投入成本高，因此在这个领域的竞争并不是非常激烈，行业集中度比较高。比较大的竞争厂商包括：

(1) 上海恒为科技

恒为科技成立于 2003 年，一直以来从事智能系统解决方案的研发、销售与服务，是国内领先的网络可视化基础架构以及嵌入式与融合计算平台提供商之一，致力于为信息安全、无线网络、通信设备制造、电信增值业务、网络与信令监测、军工、视频等领域提供业界领先的产品和解决方案。

(2) 中创腾锐

中创腾锐是信威集团(SHA:600485)投资的专注于 IP 网络业务分析和方向的专业公司。根据 600485 相关公告披露，中创腾锐为原恒扬科技技术总监陈鹏参与创立，主要产品包括分流器、DPI 探针、智能网卡以及相关解决方案。

(3) NetSount

NetScout 成立于 1984 年，总部位于美国波士顿，1999 年在美国纳斯达克上市(代号：NTCT)，2007 年收购 NetworkGeneral 和大名鼎鼎的 Sniffer。NetScout 的数据采集与流量分析产品与解决方案，在海外占据较大市场。NETSCOUT 是一家历史超过三十年的全球领先公司，已进入中国市场十余年。2016 年 3 月，神州数码与 NETSCOUT 开启战略合作后，神州数码作为 IT 行业最大的分销商。

海外厂商的主要优势是技术具有一定的领先性，但劣势也比较明显，那就是不能紧贴国内用户的网络特点和需求，定制化能力不足，同时价格偏高。

截止 6 月 14 日 Netscout 的市值是 21.8 亿美元，2015 财年收入是 9.5 亿美元。根据 IDC 的统计，Netscout 是 RMON 领域全球市场占有率第一的企业，而且 Netscout 的产品类别要更加丰富。

图表 4: Netscout 财务情况

NetScout Systems, Inc. (NTCT) - NasdaqGS ★ Watchlist			
23.30		↓0.57(2.39%)	
		Jun 13, 4:00PM EDT	
After Hours :		23.30 0.00 (0.00%)	
		Jun 13, 5:14PM EDT	
Prev Close:	23.87	Day's Range:	23.17 - 24.11
Open:	23.69	52wk Range:	18.77 - 41.34
Bid:	20.00 x 200	Volume:	962,020
Ask:	27.22 x 100	Avg Vol (3m):	1,014,270
1y Target Est:	31.44	Market Cap:	2.18B
Beta:	1.49625	P/E (ttm):	N/A
Earnings Date:	Jul 28 - Aug 1 (Est.)	EPS (ttm):	-0.35
		Div & Yield:	N/A (N/A)
Quotes delayed, except where indicated otherwise. Currency in USD.			

(来源: Yahoo, 梧桐树新三板研究院)

根据 Netcount 的财务数据，对于数据采集设备这个领域的优秀企业，我们毛估估最高给予 50—60 亿人民币的营收天花板合理吗？有人说目前公司营收 1-2 个亿，貌似天花板相对还挺高嘛，但要注意的是这里提到的天花板面对的是全球市场，如果仅面向国内市场，实现 5 亿的营收都很有难度，公司连续若干年一直保持 1

亿左右的营收，也侧面证明了这一点。

二、公司股东结构与实际控制人

图表 5：公司主要股东

股东名称	出资额	比例（%）
深圳市拉巴斯投资有限公司	20,438,228.00	32.7536
深圳市海纳天勤投资有限公司	11,446,015.00	18.3430
深圳市中博文投资有限公司	7,579,558.00	12.1467
深圳市法兰克奇投资有限公司	7,579,558.00	12.1467
深圳市恒永诚投资合伙企业（有限合伙）	5,086,847.00	8.1520
北京恒飞扬投资管理合伙企业（有限合伙）	3,003,329.00	4.8130
欧森豪	2,024,456.00	3.2443
王峻	2,197,885.00	3.5223
翟荣彬	144,124.00	0.2310
华创证券有限责任公司	400,000.00	0.6410
东北证券股份有限公司	400,000.00	0.6410
宏源证券股份有限公司	2,100,000.00	3.3654
合计	62,400,000.00	100.00

（来源：公司年报，梧桐树新三板研究院）

公司无控股股东，第一大股东为深圳市拉巴斯投资有限公司，截至本报告出具日其持有公司 32.75%股份，第二、第三、第四大股东分别为海纳天勤、中博文、法兰克奇。陈龙森持有深圳市拉巴斯投资有限公司 100%股权、李浩持有深圳市海纳天勤投资有限公司 100%股权、冯国军持有深圳市法兰克奇投资有限公司 100%股权、邓子星持有深圳市中博文投资有限公司 100%股权。

同时陈龙森、李浩还通过恒永诚、恒飞扬间接持有公司股权。陈龙森、李浩、冯国军和邓子星合计持有公司 69.36%股权，且陈龙森、李浩、冯国军、邓子星签订了《一致行动协议》，因此，公司实际控制人为陈龙森、李浩、冯国军和邓子星。

对于科技类行业，核心技术团队至关重要，通过股转说明书中我们可以获悉，公司的创始团队有很大一部分来自于华为公司，如李浩曾是华为中央研究院和数通市场部的产品经理、冯国军曾是华为中研部的项目经理、邓子星也曾是华为的工程师。相信来自华为的研发管理体系和工程师文化一定会影响公司的企业文化。

公司实际控制人为公司创始初期的创始人，从 2003 年创立初期至

今 10 多年，一直是比较稳固的管理团队，而且管理层保持了对公司的绝对控制权，这对于专注于某一专业产品领域的公司，非常有利于公司的可持续性发展。四个实际控制人分工明确，副总经理邓子星负责国内业务拓展，副总经理冯国军负责国际业务拓展，总经理李浩负责公司经营管理和重大客户、战略市场拓展，董事长陈龙森负责公司发展战略和战略市场拓展。

三、公司基本面分析

1、营收分析

图表 6：公司营收分析

	2015	2014	2013	2012
营业收入	26443 万	10618 万	14646 万	12047 万
净利润	4168 万	640 万	2522 万	2172 万
营收同比增长率	149.03%	-27.50%	21.57%	-
净利润同比增长	550.41%	-74.59%	16.13%	-
净资产收益率	38.01%	8.10%	40.64%	39.62%
销售毛利率	65.57%	56.14%	59.39%	56.36%

(来源：公司年报，梧桐树新三板研究院)

从上表中 2012-2015 年的营收情况来看，2012-2014 年公司的营业收入维持在 1 个多亿的水平，在 2014 年营收有所下降，根据 2014 年年报披露，主要是由于当年海外出口收入下降所致，同时由于 2014 年支付新三板中介费用等造成费用增加，造成当年的净利润率也有比较明显下降。

图表 7：2015 年公司业务分类统计

类别/项目	本期收入金额	占营业收入比例%	上期收入金额	占营业收入比例%
数据采集设备	169,298,500.00	64.02%	81,232,149.09	76.50%
数据分析产品	0.00	0.00%	0.00	0.00%
数据应用解决方案	95,137,716.60	35.98%	24,952,300.00	23.50%
合计	264,436,216.60	100.00%	106,184,449.09	100.00%

(来源：公司年报，梧桐树新三板研究院)

公司产品的销售毛利率基本保持在>55%的较高水平，2015 年甚至达到了 65.57%。通过查询同是通信行业上市公司的中兴通讯 (SZ:000063) 我们发现中兴通讯的毛利率基本保持在>30%的水平。笔者分析，一方面原因为公司产品有一定的技术壁垒，另一方面

原因是公司产品处于一个相对较小的应用领域，市场总盘子有限，一些公司不愿意进入，最终造成竞争并不是很激烈，可以保持比较高的毛利率。而 2015 年毛利率的暴增，应该与公司 2015 年数据应用解决方案占比提升有关，解决方案包括软硬件集成，而软件的毛利率普遍大于硬件。

图表 8：2015 年主要客户情况

序号	客户名称	销售金额	年度销售占比	是否存在关联关系
1	阿尔及利亚民主共和国邮政、信息技术与通信部	180,454,413.78	68.24%	否
2	恒安嘉新(北京)科技有限公司	20,832,521.36	7.88%	否
3	北京思普峻技术有限公司	9,034,403.43	3.42%	否
4	北京亚鸿世纪科技发展有限公司	6,844,846.15	2.59%	否
5	山东兆物网络技术有限公司	3,743,675.22	1.41%	否
合计		220,909,859.94	83.54%	-

(来源：公司年报，梧桐树新三板研究院)

公司在 2015 年出现了比较大幅的营收和净利润增长，但通过查询年报中的主要客户情况，我们发现 2015 年公司出现了史上最大的海外订单，即阿尔及利亚民主共和国邮政、信息技术与通信部的一个价值 1.8 亿的合同，仅这一个项目就占 2015 年销售收入的 68.24%。

如果以乐观的角度，说明公司的海外拓展比较顺利，但悲观的角度是这种大单有时具有偶然性，如果 2015 年扣除该大订单的收入，营收只有 8000 万，相比 2014 年还是大幅减少的，在 2016 年是否可持续获得订单而保持增长呢？

2、现金流分析

图表 9：公司财务分析

	2015	2014	2013	2012
营业收入	26443 万	10618 万	14646 万	12047 万
应收账款	23712 万	5346 万	8995 万	3575 万
存货	3205 万	3405 万	2264 万	2600 万
经营活动产生的现金流量净额	-3913 万	2695 万	-853 万	963 万
货币资金	5695 万	2165 万	1554 万	1917 万

(来源：公司年报，梧桐树新三板研究院)

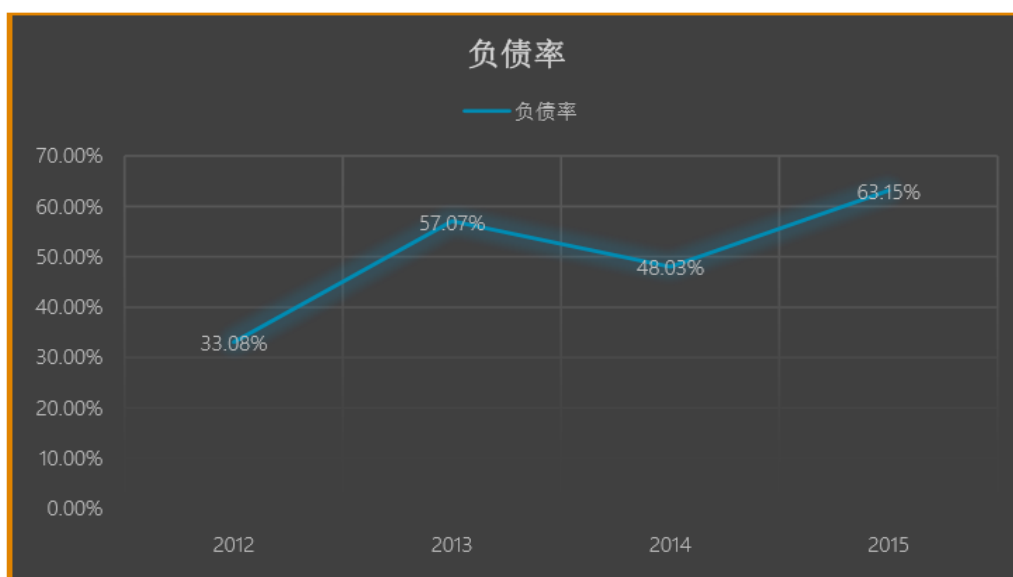
2015 年公司经营活动产生的现金流量净额为-3913 万，但由于公司在 2015 年底定向增发募集资金 4000 万，货币资金仍有 5695

万，短期内仍有较充裕的现金流。但同时需要注意的是，在资产负债表中我们可以看到，公司的应付账款和应付职工薪酬(2015年员工数量几乎翻倍)分别为 5171 万和 1095 万，相比 2014 年有大幅增长，2015 年仍有不小的现金流压力。

从上表可以看出，公司的应收账款相对营收的占比非常高，在 2015 年甚至达到了 89%的比例，推测应该是阿尔及利亚项目所致，该项目的回款能力将成为改善 2016 年公司现金流质量的重中之重。

3、 负债率分析

图表 10：公司负债分析



(来源：公司年报，梧桐树新三板研究院)

公司的负债率相对较高，尤其在 2015 年达到了 63.15%，通过查询资产负债表可知，负债主要以流动负债为主，2015 年流动负债合计 21771 万，当期增加较多的是短期借款 5100 万、应付账款 5171 万、其他应付款 9178 万。

应付账款应该是要付给上游企业的货款，没有大幅的预付证明公司与上游有比较强的议价能力。而其他应付款中，查询年报可知，相比期初增加较多的是销售佣金(阿尔巴尼亚项目销售公关?)与增资款投入(2015 年底定向增发募集资金 4000 万)。

对比通信行业其他上市企业，例如中兴通讯(SZ. 000063)、烽火通信(SH. 600498)等硬件占比较大的公司，负债率均保持在>60%，而例如亿阳信通(SH. 600289)、世纪鼎利(SZ. 300050)等以软件、服务为主的公司，负债率均比较低，在 30%甚至 15%以下。目前恒扬

科技的主营业务仍以硬件为主，目前的负债率水平基本与行业水平接近，如果未来数据分析产品、数据应用解决方案在营收中的占比进一步提高，负债率有望逐步降低。

4、团队分析

图表 11：人均产值对比分析

	中兴	华为	恒扬科技
2015 年营收	100186 百万	395009 百万	264 百万
2015 年员工数量	85622	170000	212
人均产值	118 万	232 万	124 万

(来源：各公司年报，梧桐树新三板研究院)

公司 2015 年销售额已经达到 2.6 亿人民币，2015 年底人员已经增加到 212 人(2014 年员工数量 127 人)，2015 年人均产值达到 124 万。根据华为和中兴 2015 年年报，两者在 2015 年的人均产能分别是 232 万和 118 万，也就是说恒扬科技在 2015 年的员工人均产值虽然相比华为还有较大差距，但已经小幅超过中兴通讯，是一个高效的战斗团队。

图表 12：公司管理架构



(来源：公司年报，梧桐树新三板研究院)

如上图所示，第一次在公司年报中看到以足球布阵的形式来描述公司的管理体系，根据“阵型”描述，公司已经基本形成了四四二阵型的强大战斗力的管理团队，四四二阵型表示公司每年 40% 的预算投入在技术和产品研发上，40% 的预算投入在市场营销和销售上，20% 的预算投入在其他方面。公司是一个相当重视研发的技术主导的科技公司。

四、投资分析和建议

数据采集设备是个非常细分的领域，目前看国内有一定规模的企业不是很多，行业集中度较高，这种情况下行业领导者往往能获得比较高的毛利，并能伴随需求增长同步获得稳定的业绩增长。但是我们同时也发现，数据采集设备这个细分领域的市场想象空间不足，天花板明显。

不过好在公司管理层已经认识到这一点，开始逐步向数据应用解决方案和面向大数据的互联网精准营销领域进行业务拓展。这些领域充满了想象空间，但同时这个领域的行业集中度较低，尚处于野蛮生长的阶段。但一个公司的经营往往就是如此矛盾，确定性高的势必就意味着想象力有限，想象力丰富的势必就意味着高不可预测性。

2015 年的业绩暴增，主要原因就是获得了阿尔及利亚的一个大单。这个大单一方面证明了公司产品的技术实力已具备了世界领先水平，同时也证明了公司坚持走国际化路线的正确选择，但这个大单也为 2016 年是否能持续保持高速增长埋下隐忧，需要持续跟踪验证公司的海外市场拓展能力和数据应用解决方案、数据分析等业务发展。

图表 13：通信企业估值同比分析

PE (LYR)	
烽火通信 (SH.600498)	37.11
中兴通讯 (SZ.000063)	17.09
神州泰岳 (SZ.300002)	51.28
信威集团 (SH.600485)	26.16
大唐电信 (SH.600198)	603.81
恒扬科技 (OC.831196)	16.24
信维科技 (OC.430038)	20.52
光维通信 (OC.430742)	57.71

公司截止 6 月 17 日股价 10.10 元，总股本 6700 万股，市值 6.7 亿元，按照 2015 年净利润 4168 万计算，PE 大概 16.24 左右，对比其他的通信行业上市公司估值，目前的估值水平处于偏低区域。

但同时需要注意的是，2015 年公司产生了一个占比总营收接近 70% 的海外大单，那么 2016 年还会不会产生持续性大单是不可预知的，如果出现 2016 年业绩不达预期增长，目前的低估就会变成价值陷阱，PE 很快就会随之提升。

如果忽略短期波动，长期来看公司是一个稳健又不失想象空间的技术型科技公司，根据公司的战略发展，未来很有可能由单一的数据采集设备厂商转型为从采集——技术服务——应用解决方案的大数据厂商，可以持续跟踪关注。

【免责声明】梧桐树新三板研究报告和分析内容仅代表作者个人观点，反映作者对该行业或新三板企业的看法，并且以独立的方式表述，不代表梧桐树平台立场，不构成对证券投资的预测或建议，同时也不成为证券投资决策的基础，本报告信息均来源于公开资料，梧桐树对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。据此投资，风险自负。

本报告的版权归本平台所有，梧桐树对报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则报告中的所有材料的版权均属梧桐树，未经梧桐树平台事先书面授权，报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何方式侵犯版权传播使用。

深圳梧桐树网络科技有限公司

公司地址：深圳市南山区中国科技开发院孵化中心楼 6 楼

梧桐树新三板·专业投研大数据平台



电话：0755-26582232

电子邮件：kf@91otc.com

公司网址：www.91otc.com