

证券研究报告—动态报告/公司快评
信息技术
通信
恒为科技 (603496)
重大事件快评
增持

(首次评级)

2019年12月05日

网络可视化龙头中标移动大单，跨越拐点成长可期

证券分析师：熊莉

xiongli1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519030002

证券分析师：于威业

0755-81982908

yuweiye@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519050001

事项：

据招标网信息，12月5日恒为科技中标“中国移动2019年至2020年汇聚分流设备集中采购项目”，标段1为第三中标候选人，投标报价4018万元（不含税），中标份额20%，中标单价41001元/台；标段2为第三中标候选人，投标报价3878万元（不含税），中标份额20%，中标单价46800元/台；标段3为第二中标候选人，投标报价1.72亿元（不含税），中标份额30%。

国信计算机观点：

1) 公司三个标段合计中标金额为**6749.74万元**，占比**2018年营业收入的15.65%**，有望对公司业绩产生重要影响。前三季度业绩表现不佳，此次中标有望奠定**四季度业绩回暖**的基础。

2) 恒为科技是国内领先的网络可视化和嵌入式计算厂商。恒为科技是国内网络可视化行业的龙头厂商之一，同时也发展了嵌入式计算的相关业务。网络可视化是网络空间里的摄像头，通过网络流量的采集与深度检测技术，实现对网络的监测、识别、统计等多种功能。目前主要应用场景在政府和运营商。恒为网络可视化业务占比达到**84%**，近五年复合增速达到**29.9%**，保持高增长态势。

3) **2019年为业绩小年，未来持续高增长可期，竞争格局稳定。**公司近五年营收复合增速达到**28.7%**，公司扣非归母净利润近五年复合增速为**30.9%**，18年利润增速为**39.07%**，业绩呈现高景气。19年前三季度业绩下滑，主要是运营商订单有所推迟，预计20年订单将充分释放。网络可视化各公司产业链位置有所差异，导致一些财务指标不同。从恒为科技、中新赛克、迪普科技的网络可视化业务来看，各公司保持相对稳定的比例，显示竞争格局稳定。恒为毛利率较低，而人均指标较高，主要是因为公司面向集成商销售，而非直面客户。产品标准化程度较高，让利一部分给集成商，且公司整体人员较少。

4) **网络可视化业务长期逻辑不变，自主可控推动嵌入式计算业务。**根据赛迪顾问的统计，18年我国网络可视化市场约为**200亿**，持续高增长。网络升级、流量爆发对硬件设备的网络端口提出了更高的要求，也驱动网络可视化设备的升级和新增。目前我国骨干网正在向超**100G**升级，固网千兆宽带开始商用，数据中心持续高增长，5G未来将带来流量新一轮爆发，均会带来网络可视化行业的持续增长。嵌入式计算方面，恒为积极参与自主可控的建设，目前业务体量较小，有望持续高增长。

预计**2019年**为公司业绩低点，**2020年**随着政府对信息安全投入加大，以及网络端口不断扩容，公司订单将出现反弹。预计公司**2019-2021年**归母净利润分别为**1.17/1.64/2.24亿元**，利润年增速分别为**11.5%/39.5%/36.7%**，摊薄EPS=**0.58/0.81/1.10元**，对应PE分别为**36/26/19x**，首次给予“增持”评级。

评论:

■ **恒为科技中标中国移动 2019 年至 2020 年汇聚分流设备集中采购项目三个标段，奠定四季度业绩回暖的基础**
中国移动 2019 年至 2020 年汇聚分流设备集中采购于 2019 年 10 月 09 日开标，招标分为三个标段。

表 1: 中国移动 2019 年至 2020 年汇聚分流设备集中采购项目招标内容

标段	包段	产品名称	产品单位	需求数量
标 1 盒式基本功能设备	包 1 盒式基本功能设备	盒式基本功能汇聚分流 1 型	台	819
标 1 盒式基本功能设备	包 1 盒式基本功能设备	盒式基本功能汇聚分流 2 型	台	161
标 2 盒式高级功能设备	包 1 盒式高级功能设备	盒式高级汇聚分流设备	台	829
标 3 插卡高级功能设备	包 1 插卡高级功能设备	插卡式汇聚分流设备	台	131

资料来源: 采招网, 国信证券经济研究所整理

公司三个标段合计中标金额为 6749.74 万元, 占比 2018 年营业收入的 15.65%, 有望对公司业绩产生重要影响。19 年前三季度业绩下滑, 主要是运营商订单有所推迟。此次中标有望奠定四季度业绩回暖的基础, 预计 20 年订单将充分释放。

表 2: 中国移动 2019 年至 2020 年汇聚分流设备集中采购项目中标结果

标段 1 盒式基本功能设备 980 台	公司名称	投标报价	中标份额	中标单价
第一中标候选人	光迅科技	2791 万元 (不含税)	40%	28485 元/台
第二中标候选人	中创信测	2326 万元 (不含税)	30%	23738 元/台
第三中标候选人	恒为科技	4018 万元 (不含税)	20%	41001 元/台
第四中标候选人	博瑞得	4011 万元 (不含税)	10%	40929 元/台
标段 2 盒式高级功能设备 829 台	公司名称	投标报价	中标份额	中标单价
第一中标候选人	光迅科技	2885 万元 (不含税)	40%	34800 元/台
第二中标候选人	百卓网络	3124 万元 (不含税)	30%	37678 元/台
第三中标候选人	恒为科技	3878 万元 (不含税)	20%	46800 元/台
第四中标候选人	博瑞得	3946 万元 (不含税)	10%	47600 元/台
标段 3 插卡高级功能设备 131 台	公司名称	投标报价	中标份额	中标单价
第一中标候选人	光迅科技	11635.505412 万元 (不含税)	50%	-
第二中标候选人	恒为科技	17235.142201 万元 (不含税)	30%	-
第三中标候选人	宜通世纪	17822.137874 万元 (不含税)	20%	-

资料来源: 采招网, 国信证券经济研究所整理

■ 恒为科技是网络可视化龙头

恒为科技是网络可视化行业龙头。恒为科技成立于 2003 年, 专注于网络可视化业务, 是国内网络可视化行业的领导厂商, 同时开展了嵌入式计算的相关业务。公司致力于为信息安全、无线网络、网络通信、特种装备、云计算与视频等领域提供业界领先的产品和解决方案。

网络可视化是恒为的核心产品。网络可视化简单来说就是网络空间里的摄像头, 它以网络流量的采集与深度检测为基本手段, 结合深度包检测 (DPI)、深度流检测 (DFI) 等多种技术手段, 实现对网络的监测、识别、统计等多种功能。网络可视化应用近年得到电信运营商、政府、大型企业、金融等行业用户的重视和快速发展。

公司的网络可视化业务, 主要针对宽带互联网、移动网互联网、企业网和行业专网等不同标准不同规模的网络, 在各种网络接口提供进行流量数据的采集、分流、分析和管理的设备、模块与相关软件, 主要实现网络性能分析、应用性能分析、用户行为分析等多种应用功能。

图 1：恒为网络可视化基础架构



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

公司的网络可视化产品是下游信息安全、大数据等应用必不可少的一环。公司的网络可视化基础架构产品，主要部署在移动核心网、宽带骨干网、IDC 出口等位置，对采集到的大规模网络流量的原始数据进行各类加工处理，为下游各类网络可视化应用，包括网络优化与运维、信息安全、大数据运营等，提供精炼的、满足特定应用需求、并且易于使用和处理的的数据和信息。网络可视化系统主要由前端和后端设备组成，目前公司网络可视化基础架构产品主要为流量采集、分流汇聚、预处理、还原解析和存储子系统，并且正在积极布局向业务子系统方向拓展。

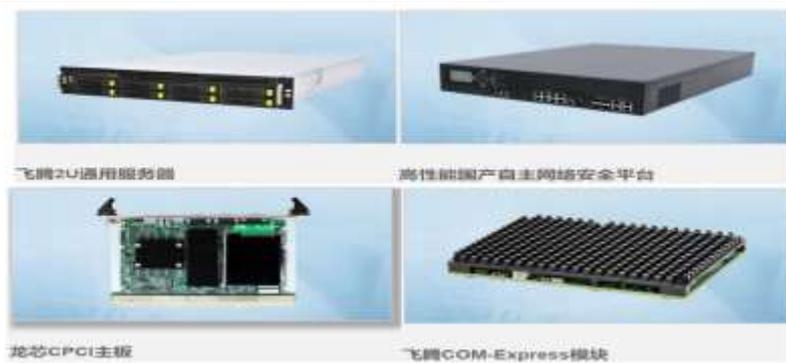
表 3：网络可视化前端和后端组成

组成部分	子类（一级）	子类（二级）
网络可视化前端	流量采集子系统	电 备、串联采集设备等 TAP 设备、光 TAP 设备、协议转换采集设备、旁路采集设
	分流汇聚子系统	骨干网分流汇聚设备、接入网分流汇聚设备、移动互联网分流汇聚设备、行业专网分流汇聚设备等
	预处理子系统	流量预处理设备、信令预处理设备、协议预处理设备等
网络可视化后端	还原解析子系统	信令解析合成设备、固网还原解析子系统、移动互联网还原解析子系统等
	存储子系统	分布式存储、集中存储、大数据存储等
	业务子系统	各应用方向业务子系统

资料来源：恒为科技招股说明书，国信证券经济研究所整理

恒为同时开展嵌入式计算业务。嵌入式系统是指为特定功能或用途（如控制、通信、信号处理等）而设计的软硬件结合的计算机系统，广泛应用于从消费电子、医疗设备、通信设备等绝大多数的现代电子信息系统中。公司所从事的嵌入式与融合计算平台主要包括基于行业标准的与定制化的网络应用平台、嵌入式单板计算机、流量大数据处理平台、视频大数据处理平台等，为无线网络、信息安全、通信设备、特种设备、视频等领域提供可集成、可二次开发的信息系统平台或解决方案。

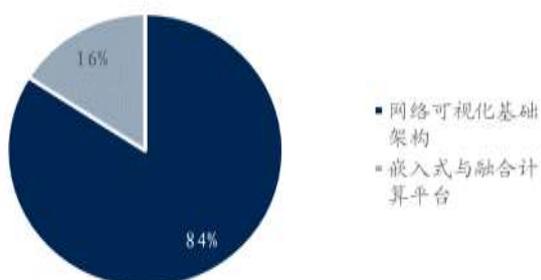
图 2：恒为嵌入式计算产品



资料来源：恒为科技官网，国信证券经济研究所整理

网络可视化业务占比较高，是公司发展重心。恒为核心业务仍是网络可视化，18 年营收占比接近 84%。网络可视化业务 2018 年营收达到 3.62 亿元，同比增长 56.71%，近五年复合增速达到 29.9%，保持高增长态势。嵌入式计算业务 18 年有所下滑，主要是行业的订单确认周期的正常波动。网络可视化产品毛利率较高，且稳定在 60%左右；嵌入式计算业务毛利率持续上升。

图 3：恒为科技主营业务构成



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：恒为科技主营业务毛利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司股权结构稳定。公司实际控制人为沈振宇、胡德勇、王翔，三人也为一致行动人。三人股权较为集中，且高管均具备很强的技术研发背景，有利于公司长期发展。

图 5：恒为科技股权结构

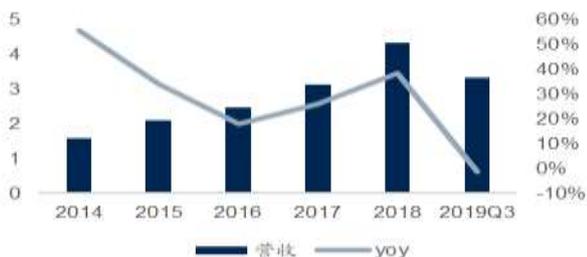


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

■ 业绩持续增长，格局保持稳定

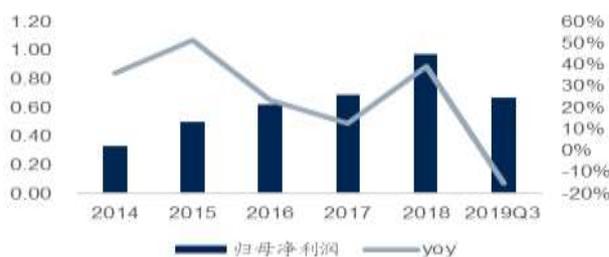
营收和利润持续增长，20 年期待订单释放。伴随着下游网络流量的爆发，以及政府对网络安全投入的不断提升，恒为也充分受益行业增长。公司近五年营收复合增速达到 28.7%，18 年营收增速为 38.13%，持续向上；公司扣非归母净利润近五年复合增速为 30.9%，18 年利润增速为 39.07%，业绩呈现高景气。2019 年三季度，公司营收和利润均出现一定下滑，主要是因为运营商等行业采购有所推迟，订单出现波动。但整体上行业依然处于投入期，随着 5G 带来流量的再次爆发，公司长期成长性依然健康，预计 20 年订单有望出现好转。

图 6: 恒为营收增长 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

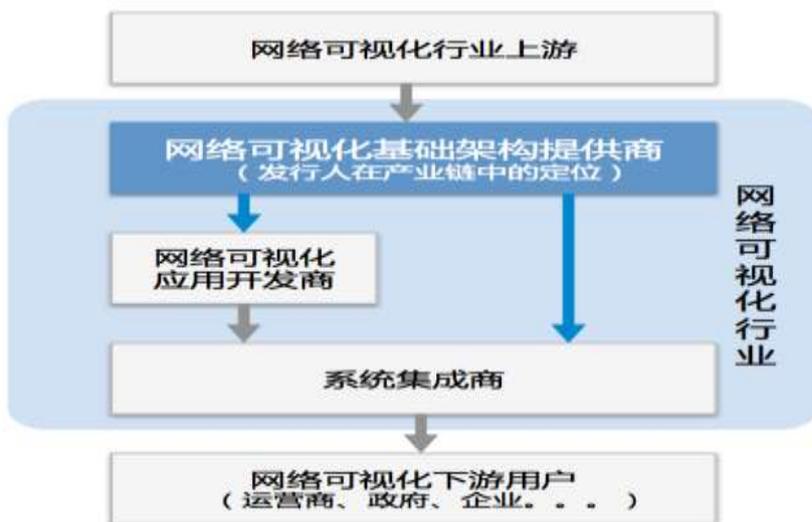
图 7: 恒为扣非归母净利润增长 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

网络可视化核心玩家较少，产业链位置存在差异。网络可视化行业中，主要参与者有恒为科技、中新赛克、迪普科技等，这些公司在产业链中的位置略有差异，导致经营指标有所不同。恒为科技在网络可视化行业中处于基础架构提供商的角色，产品主要面向系统集成商，并非直接接触客户。中新赛克和迪普科技也提供类似的产品，但是其同时兼顾了应用开发，并且直接面向客户。

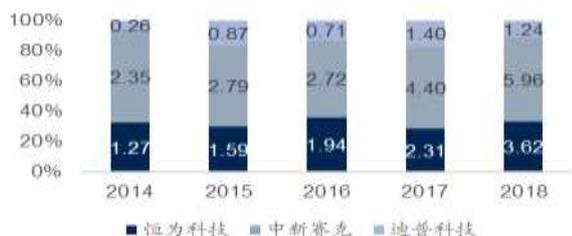
图 8: 嵌入式计算产业链



资料来源: 恒为科技招股说明书，国信证券经济研究所整理

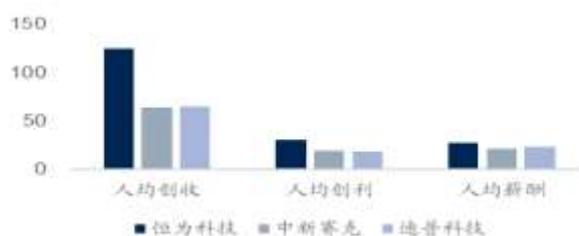
市场竞争格局稳定，恒为人均指标大幅领先。目前恒为科技、中新赛克、迪普科技占据了网络可视化主要的市场份额，以这三家网络可视化业务营收规模来测算，恒为科技占比约 33%，格局稳定。基于厂商不同的业务模式，恒为产品主要面向集成商，产品标准化程度更高，因此人员整体较少（恒为科技 346 人、中新赛克 1082 人、迪普科技 1094 人），公司人均创收几乎是同行的两倍，人均创利和薪酬也领先同行。

图 9: 主要厂商网络可视化业务收入比例



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

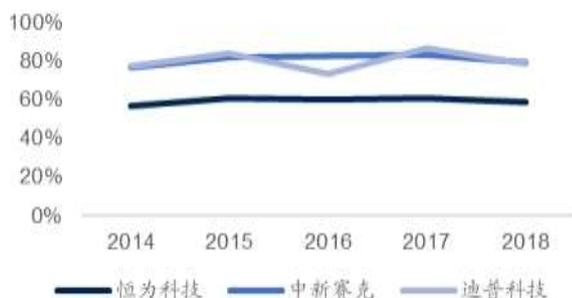
图 10: 主要厂商人均指标对比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

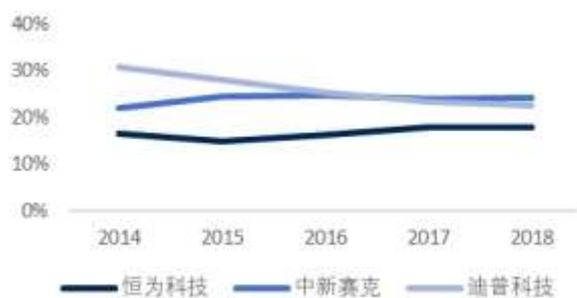
恒为科技毛利率和研发费用率较低。同样是因为主要面向集成商的原因，公司必须让利一部分给集成商，因此毛利率低于直接面向客户的厂商。同时，不同客户市场毛利率也有所不同，政府端一般高于运营商端。中新赛克等厂商政府客户占比较高，因此毛利率也较高。公司研发费用率低于同行，主要是同行公司业务范围更广，如迪普科技更多业务是防火墙等网络安全产品，研发投入面更大，恒为相对更聚焦可视化行业的投入。

图 11: 主要厂商网络可视化业务毛利率对比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 主要厂商研发费用率对比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

■ 网络可视化再迎黄金发展期，自主可控助推嵌入式计算业务

国内信息安全行业保持 20%以上的高增速。当前国际政治经济环境下，我国对信息安全的重视程度空前。我国 2018 年信息安全市场达到 495 亿，同比增长 21%，远超全球增速。我国对信息安全投入依然严重不足，根据 IDC 的数据，2015-2017 年我国信息安全投入占总 IT 投入比例低于 2%，远低于全球市场 4%左右的水平，与发达国家 10% 以上的投入更是相去甚远，因此仍有较大的发展空间。随着等保 2.0 等政策持续落地，行业仍维持高景气，预计未来能仍保持 20%以上的行业增速。

网络可视化属于信息安全的分支，是大数据安全上游重要基础设施。据 IDC 预测，全球数据总量预计 2020 年达到 44 个 ZB，我国数据量将达到 8060 个 EB，占全球数据总量的 18%。大数据的蓬勃发展，已经成为各政企机构的核心资产，安全建设也成为新的细分市场。据统计，近年来大数据安全市场持续保持高增长态势，2018 年市场达到 28.4 亿元；预计 2021 年达到 69.7 亿元，市场保持 30%以上的高速增长。网络可视化是对大规模网络流量的原始数据进行各类加工处理，向下可以衍生出应用、内容、大数据等多种安全应用。目前中新赛克、恒为科技等头部厂商均在态势感知产品投入研发，也验证了相关技术产品的协同性。

图 13: 中国信息安全市场规模 (亿元)



资料来源: 赛迪顾问、国信证券经济研究所整理

图 14: 大数据安全市场规模 (亿元)



资料来源: 赛迪顾问、国信证券经济研究所整理

网络可视化市场保持快速增长。根据 Grand View Research 的研究，全球网络可视化市场预计到 2020 年将达到 47 亿美金，2014 年~2020 年之间的年复合增长率达 30.6%。从地区来看，亚太区域将仍是网络可视化最大的市场；从应用领域来看，运营商市场是网络可视化最大市场。国内市场来看，随着我国 IT 基础设施不断完善，互联网快速发展带来流量爆发，对网络空间的治理需求也逐步提升。根据赛迪顾问统计数据，2016 年我国网络可视化市场规模为

137.08 亿元，预计 2018 年规模将达 199.89 亿元，2016-2018 年年复合增长率将达到 20.75%。

图 15: 网络可视化市场规模 (亿元)

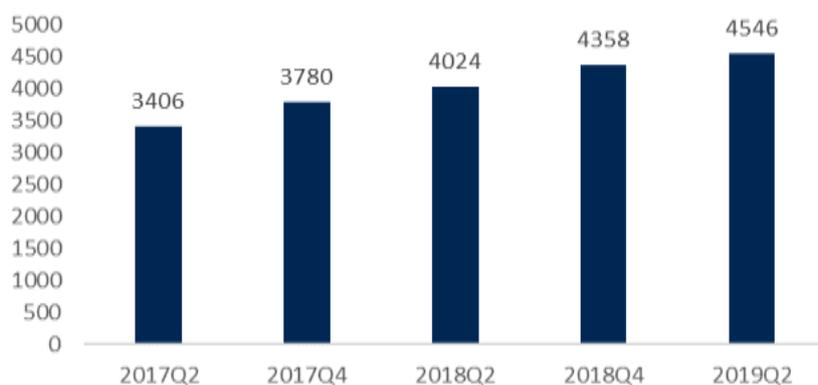


资料来源: 赛迪顾问, 国信证券经济研究所整理

网络升级带来网络可视化需求的持续释放。不管是固网带宽持续扩大, 还是移动网 3G 到 4G, 再到 5G 的升级, 流量爆发的同时也对硬件设备的网络端口提出了更高的要求, 如目前 40G 到 100G, 进而到 400G, 因此也驱动网络可视化产品的升级和新增。目前网络可视化产品主要部署在运营商的骨干网、宽带出口、IDC 中, 因此网络升级将带动可视化产品的投资。

骨干网由 100G 向 400G 升级。我国骨干网建设一直保持快速的升级扩容, 截至 2019 年 6 月底, 我国光缆总里程数达到 4546 万公里, 同比增长 13%, 保持较快增长态势。目前我国光传送网技术与国际基本同步, 已形成覆盖全国的 WDM/OTN 骨干网, 100Gbps 网络规模全球领先。2019 年, 我国电信业陆续启动了 G.654.E 干线光缆的集采, 比目前干线网络上使用的 G.652 光缆损耗更低、有效面积更大、传输速率更快, 也正式宣告了我国骨干网向超 100Gbps 升级。

图 16: 光缆线路总长度 (万公里)



资料来源: 中国宽带发展白皮书 (2019 年), 国信证券经济研究所整理

我国固网接入速度持续提升, 千兆宽带进入规模商用。根据工业和信息化部数据, 2019 年 Q2 固定宽带接入速率 100Mbps 及以上用户达 3.35 亿户, 占比 77.1%, 较 2018 年底占比提高了 6.8 个百分点。目前固定宽带平均接入速率已升至近 137.9Mbps, 相比 2014 年底提升了 19 倍。另一方面, 2019 年是我国千兆宽带规模部署元年, 正跨入以 10G PON 技术为代表的千兆网络时代。工信部、国资委政策明确开展“双 G 双提”, 提出了 2019 年推动基础电信企业在超过 300 个城市部署千兆宽带接入网络, 千兆宽带覆盖用户规模超过 2000 万家庭。截至 2019 年 6 月底, 基础电信企业已在超过 300 个城市部署千兆宽带接入网络, 覆盖用户规模超过 1500 万户。千兆宽带对固网的升级将大幅提升网络流量, 相应设备也需要升级和增加。

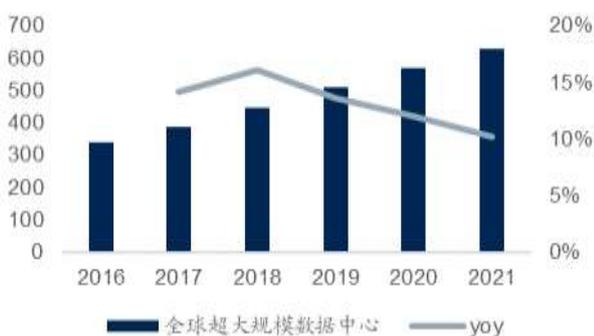
图 17: 我国宽带接入用户速率占比情况



资料来源: 中国宽带发展白皮书(2019年), 国信证券经济研究所整理

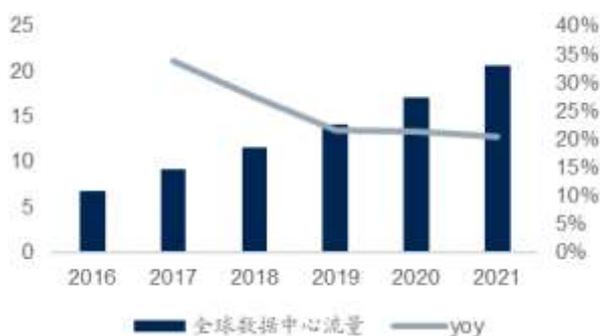
数据中心数量和流量保持快速增长。 IDC 已经成为信息时代最重要的基础设施之一, 汇聚着互联网世界绝大部分数据, 未来数量仍会保持高增长, 同时流量持续增长将带来端口扩容。思科预测 2021 年全球超大规模数据中心将达到 628 个, 保持 10% 以上的增速; 全球数据中心流量达到 20.6ZB, 保持 20% 以上的增速。IDC 行业的持续发展必然带来网络可视化设备的投入。

图 18: 全球超大规模数据中心数量



资料来源: 思科云指数报告、国信证券经济研究所整理

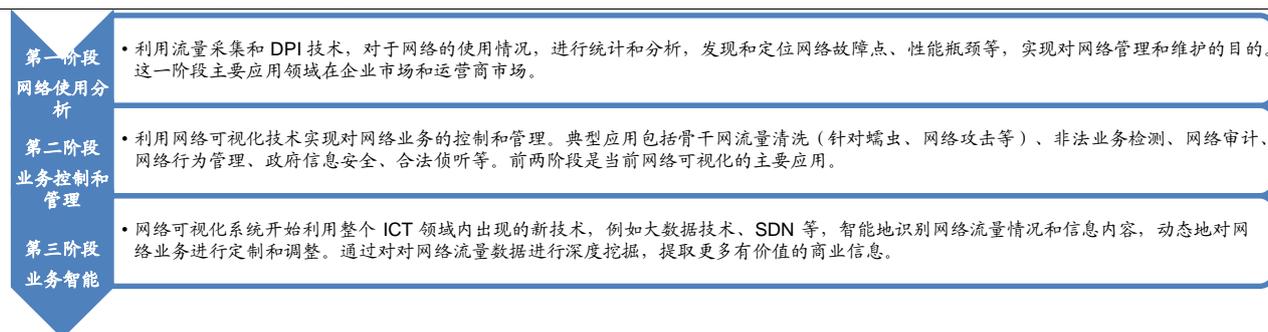
图 19: 全球数据中心流量快速增长



资料来源: 思科云指数报告、国信证券经济研究所整理

当前网络可视化应用仍在前两阶段, 未来像业务智能发展。 近年来网络可视化发展迅速, 得益于互联网在国内的迅速普及, 3G、4G 的持续升级也带来了流量的爆发。但是目前市场主要需求方是政府和运营商, 最基本的应用是实现对网络的统计和分析。随着技术的不断迭代, 目前已经实现对网络业务的控制和管理, 包括流量清洗、网络审计、网络行为管理等。未来网络可视化必然向第三阶段发展, 结合网络中新技术, 智能分析网络状态, 并提取有价值的商业信息。网络可视化行业具备持续发展动力。

图 20: 网络可视化行业发展方向



资料来源: 恒为科技招股说明书, 国信证券经济研究所整理

恒为嵌入式计算业务迎来自主可控发展良机。嵌入式计算行业上游是芯片与元器件厂商，下游是各个行业的 OEM 厂商。公司主要提供嵌入式解决方案，直接提供产品与服务给 OEM 厂商。公司嵌入式与融合计算平台主要包括基于行业标准的与定制化的网络应用平台、嵌入式单板计算机、异构计算平台、大数据处理平台等，主要产品包括三大类：系统与平台、板卡与模块、国产化设备，其中具有多款基于飞腾和龙芯的产品。随着自主可控持续推动，基于国产 CPU、操作系统等的相关开发量将大幅提升，公司嵌入式产品有望充分受益。

图 21：嵌入式计算产业链



资料来源：恒为科技招股说明书，国信证券经济研究所整理

嵌入式计算下游应用广阔，市场空间巨大。嵌入式计算系统的应用几乎覆盖了各个产业领域，可以说电子信息产业离不开嵌入式计算，因此总市场巨大。根据市场调研机构 Grand View Research 的报告，全球嵌入式系统市场 2013 年达到 1403.2 亿美元，预计到 2020 年将达到 2,143.9 亿美元，年复合增长率达 6.3%。

图 22：嵌入式计算下游应用方向



资料来源：恒为科技招股说明书，国信证券经济研究所整理

■ 盈利预测

1、假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

- (1) 行业景气度：信息安全政策不断，随着等保 2.0 等政策的落地，我国对信息安全的投入依然保持高增长。同时，自主可控保持快速推进，相关产业持续受益。
- (2) 网络可视化业务：网络可视化行业具备较高的技术和准入壁垒，参与者有限，市场竞争格局和毛利率较为稳定。

恒为科技作为行业龙头之一，也充分受益于行业的增长。虽然由于政府和运营商订单推迟等原因，造成当前是行业低点，但是长期成长逻辑依然清晰。骨干网向超 100G 进行升级；固网千兆宽带开始商用；数据中心行业的持续发展；以及未来 5G 为行业带来的新一轮流量爆炸，均会带来网络可视化的强烈需求。我们预计 19 年收入增速 8%，20 年开始增速上升达到 40%。毛利率整体保持在 60%。

(3) 嵌入式计算业务：嵌入式计算行业应用广阔，市场空间较大。恒为该业务体量较小，虽然 18 年有所波动，但未来仍有巨大的成长空间。随着自主可控的推动，以及公司与飞腾、龙芯等的合作，预计 20 年保持 20% 的增长，毛利率整体保持在 40%。

表 4：公司业务分拆预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
网络可视化	1.94	2.31	3.62	3.91	5.47	7.39
毛利率	60.23%	60.70%	59.08%	60%	60%	60%
yoy	22.01%	19.07%	56.71%	8%	40%	35%
嵌入式计算	0.52	0.81	0.69	0.76	0.91	1.09
毛利率	37.26%	37.17%	41.70%	40%	40%	40%
yoy	18.18%	55.77%	-14.81%	10%	20%	20%
其他	0.02	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
毛利率	17.18%	4.64%	11.99%	11%	11%	11%
合计	2.48	3.12	4.31	4.67	6.38	8.48
毛利率	55.01%	54.58%	56.20%	56.75%	57.15%	57.42%
yoy	17.96%	26.02%	38.18%	8.32%	36.75%	32.86%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

2、未来 3 年盈利预测

表 5：未来 3 年盈利预测表

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	431	467	639	849
营业成本	189	202	274	361
销售费用	15	19	22	27
管理费用	50	140	185	238
财务费用	(3)	(3)	(4)	(5)
营业利润	114	110	163	229
利润总额	113	127	178	243
所得税费用	10	13	18	24
归属于母公司净利润	105	117	164	224
EPS	0.74	0.58	0.81	1.10
ROE	14%	14%	17%	20%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

按上述假设条件，我们得到公司 2019-2021 年收入分别为 4.67 亿元、6.39 亿元、8.49 亿元，归母净利润 1.17/1.64/2.24 亿元，利润年增速分别为 11.5/39.5/36.7%，摊薄 EPS=0.58/0.81/1.10 元。

3、盈利预测的敏感性分析

我们以上述结果为中性预测结果，此部分我们进行盈利预测情景分析。由于恒为科技处于高速成长的网络可视化行业中，同时受到政府对信息安全投入，以及运营商 5G 建设进度影响，订单波动较大，存在超预期或者低于预期的可能。另一方面，随着自主可控的推进节奏的不同，对嵌入式计算业务也产生波动，我们针对以上因素进行敏感性分析。

乐观预测上调 2019-2021 年公司整体营收 5%，悲观预测下调 2019-2021 年公司整体营收 3%，得到预测结果与收入变动之间较不敏感，具体情况如下：

表 6: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
乐观预测					
营业收入(百万元)	312	431	489	693	955
(+/-%)	26.0%	38.2%	13.3%	41.7%	37.9%
净利润(百万元)	75	105	122	175	248
(+/-%)	21.3%	39.8%	15.6%	44.2%	41.6%
每股收益 (元)	0.75	0.74	0.60	0.86	1.22
中性预测					
营业收入(百万元)	312	431	467	639	849
(+/-%)	26.0%	38.2%	8.3%	36.7%	32.9%
净利润(百万元)	75	105	117	164	224
(+/-%)	21.3%	39.8%	11.5%	39.5%	36.7%
每股收益 (元)	0.75	0.74	0.58	0.81	1.10
悲观预测					
营业收入(百万元)	312	431	454	608	789
(+/-%)	26.0%	38.2%	5.3%	33.7%	29.9%
净利润(百万元)	75	105	115	157	210
(+/-%)	21.3%	39.8%	9.1%	36.8%	33.8%
每股收益 (元)	0.75	0.74	0.57	0.77	1.04
总股本 (百万股)	100	142.06	202.75	202.75	202.75

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

■ 投资建议: 首次给予“增持”评级。

我们预计 2019 年为公司业绩低点, 20 年随着政府对信息安全投入加大, 以及 5G 初步带来流量爆发, 公司订单将出现反弹。预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 1.17/1.64/2.24 亿元, 利润年增速分别为 11.5%/39.5%/36.7%, 摊薄 EPS=0.58/0.81/1.10 元, 对应 PE 分别为 36/26/19x, 首次给予“买入”评级。

表 7: 同类公司估值比较

代码	简称	股价 (12月4日)	EPS (元)			PE			PB	总市值 (亿元)
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E		
603496.SH	恒为科技	20.92	0.58	0.81	1.10	36.2	25.9	19.0	5.21	42.4
同类公司:										
002912.SZ	中新赛克	104.9	2.64	3.61	4.84	39.7	29.1	21.7	7.99	112
300188.SZ	美亚柏科	15.68	0.44	0.58	0.77	35.6	27.0	20.4	4.97	126
均值						37.6	28.0	21.0	6.48	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

■ 风险提示

政策风险: 等保 2.0 等信息安全政策执行不及预期, 政府对网络可视化项目投入放缓

经营风险: 网络可视化产品竞争加剧; 运营商及政府订单释放存在波动。

市场风险: 受宏观经济下滑影响, 政企、运营商等社会机构对网络可视化投入不足

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	260	501	556	640	营业收入	431	467	639	849
应收款项	271	192	263	349	营业成本	189	202	274	361
存货净额	176	138	190	253	营业税金及附加	5	6	8	10
其他流动资产	31	34	46	62	销售费用	15	19	22	27
流动资产合计	738	865	1054	1304	管理费用	50	140	185	238
固定资产	147	139	131	122	财务费用	(3)	(3)	(4)	(5)
无形资产及其他	2	3	4	4	投资收益	5	3	3	3
投资性房地产	24	24	24	24	资产减值及公允价值变动	(8)	(3)	(3)	(3)
长期股权投资	4	5	6	7	其他收入	(58)	7	9	12
资产总计	914	1035	1219	1461	营业利润	114	110	163	229
短期借款及交易性金融负债	15	25	25	25	营业外净收支	(0)	17	15	14
应付款项	79	80	111	148	利润总额	113	127	178	243
其他流动负债	65	88	118	155	所得税费用	10	13	18	24
流动负债合计	159	193	254	328	少数股东损益	(2)	(2)	(3)	(5)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	105	117	164	224
其他长期负债	1	(0)	(1)	(3)					
长期负债合计	1	(0)	(1)	(3)	现金流量表 (百万元)				
负债合计	161	193	253	325	净利润	105	117	164	224
少数股东权益	2	(0)	(3)	(6)	资产减值准备	(3)	0	(0)	(0)
股东权益	751	842	969	1142	折旧摊销	4	14	15	16
负债和股东权益总计	914	1035	1219	1461	公允价值变动损失	8	3	3	3
					财务费用	(3)	(3)	(4)	(5)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(37)	137	(76)	(93)
	2018	2019E	2020E	2021E	其它	1	(2)	(2)	(3)
每股收益	0.74	0.58	0.81	1.10	经营活动现金流	79	270	104	147
每股红利	0.17	0.13	0.18	0.25	资本开支	(31)	(11)	(11)	(11)
每股净资产	5.29	4.15	4.78	5.63	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	22%	13%	20%	26%	投资活动现金流	(32)	(12)	(12)	(12)
ROE	14%	14%	17%	20%	权益性融资	37	0	0	0
毛利率	56%	57%	57%	57%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	40%	22%	23%	25%	支付股利、利息	(24)	(27)	(37)	(51)
EBITDA Margin	41%	25%	26%	27%	其它融资现金流	(24)	10	0	0
收入增长	38%	8%	37%	33%	融资活动现金流	(35)	(17)	(37)	(51)
净利润增长率	40%	12%	40%	37%	现金净变动	11	241	55	84
资产负债率	18%	19%	21%	22%	货币资金的期初余额	249	260	501	556
息率	0.8%	0.9%	1.3%	1.7%	货币资金的期末余额	260	501	556	640
P/E	28.0	35.8	25.7	18.8	企业自由现金流	93	231	64	104
P/B	3.9	5.0	4.3	3.7	权益自由现金流	68	244	68	108
EV/EBITDA	17.5	38.2	26.9	19.8					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032