2020年01月14日 证券研究报告·公司研究报告 恒为科技 (603496) 计算机 买入 (首次)

当前价: 25.28 元

目标价: 33.60 元 (6 个月)



可视化迎 5G 东风, 嵌入式遇国产化良机

投资要点

- 推荐逻辑: 恒为科技自成立以来就专注于网络可视化产品与嵌入式融合计算产品的研发与销售,目前已经成长为行业的领军者。随着 5G 建设周期的到来以及政企客户对于网络安全的重视,预计公司网络可视化业务将在未来3年保持30%以上复合增速;同时随着国产化浪潮的不断推进,公司和国产化芯片厂商合作的嵌入式计算产品有望未来3年保持40%以上复合增速。
- 网络可视化业务将充分受益于5G建设及政企客户的安全需求提升。随着全球安全网络事故的频发,信息安全逐渐上升为国家战略,近年政府、运营商以及企业客户对于安全的重视与日俱增,网络可视化设备为政企客户提供了流量监控手段,帮助政企客户构建更加安全的网络环境;同时,根据华为《智简网络白皮书》的预测,未来随着4K/8K、VR、超高清视频等5G应用的兴起,通信网络的数据流量每5年将增长10倍,与之带来的是骨干网中流量的激增,这就对网络可视化的设备提出了更高的要求,公司作为网络可视化的领军企业,完善的产品阵列将会助力公司充分受益于行业景气度的提高。
- 公司与国产化芯片合作良好,嵌入式业务遇国产化发展良机。国产化后的自主可控是保障国家安全的前提,目前国产化已经逐渐从芯片、操作系统、中间件、存储、服务器等核心部件向数据库、办公软件、安全服务以及嵌入式计算等周边生态发展。公司与飞腾、龙芯以及盛科网络等国内知名的芯片厂商均保持着良好的合作关系,同时搭载国内的 Linux、银河麒麟、中标麒麟等国产操作系统为客户提供优质的嵌入式国产化设备,主要包括系统与平台产品(服务器、网络应用平台、媒体处理平台、交换机)、板卡与模块(COM-Express 模块、主板、CPCI 板卡、VPX 板卡、ATCA 板卡)等。同时,目前国内的嵌入式计算业务主要被诸如凌华科技、锐德世、德国控创等海外巨头把持且空间巨大,公司作为优秀的嵌入式计算国产厂商将充分受益。
- 盈利预测与投资建议。预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.57 元、0.84 元、1.19 元,未来三年归母净利润将保持 31.9%的复合增长率。鉴于公司为国内网络可视化与嵌入式计算业务的领军企业,未来将充分受益 5G 及国产化带来的产业红利,给予公司 2020 年 40 倍估值,对应目标价 33.6 元,首次覆盖给予"买入"评级。
- 风险提示: 5G建设或不及预期、芯片及板卡国产化进程或不及预期、订单或不及预期。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	431.40	472.86	684.92	963.32
增长率	38.18%	9.61%	44.85%	40.65%
归属母公司净利润(百万元)	105.17	115.47	169.90	241.22
增长率	39.78%	9.80%	47.13%	41.98%
每股收益 EPS(元)	0.52	0.57	0.84	1.19
净资产收益率 ROE	13.68%	13.38%	16.84%	19.84%
PE	47	43	29	21
РВ	6.60	5.87	5.00	4.13

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸

执业证号: S1250517070001 电话: 010-57758600 邮箱: zhuz@swsc.com.cn

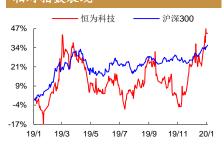
分析师: 朱松

执业证号: \$1250519080007 电话: 021-58352031 邮箱: zhus@swsc.com.cn

分析师: 刘忠腾

执业证号: S1250519080008 电话: 0755-23616646 邮箱: lzht@swsc.com.cn

日对指数表现.



数据来源: 聚源数据

基础数据	
总股本(亿股)	2.03
流通 A 股(亿股)	1.09
52 周内股价区间(元)	16.72-36.6
总市值(亿元)	51.23
总资产(亿元)	9.82
每股净资产(元)	4 01

相关研究



目 录

1	公司概况: 网络可视化与嵌入式计算领军者	1
_	2. 4.6 1.6. 1.6. 1.6. 1.7. 2.1. 4	
2	行业分析: 网络可视化与嵌入式发展势头良好	2
	2.1 安全需求和 5G 建设共同驱动网络可视化行业成长	2
	2.2 嵌入式业务迎来国产化发展良机	5
3	公司分析: 可视化迎 5G 东风,嵌入式遇国产化良机	8
	3.1 网络可视化中标移动大单,后续成长可期	8
	3.2 与国产芯片合作紧密,嵌入式业务迈入快车道	10
4	盈利预测与估值	11
	4.1 盈利预测	
	4.2 相对估值	12
5	风险提示	12



图目录

图 2: 公司 2018 年主营业务毛利情况	图 1:公司 2018 年王营业务结构情况	1
 图 4: 公司 2006 年以来净利润及增達 1 图 5: 恒为科技近年以来的毛利率和净利率水平 2 图 6: 网络可视化行业发展历程 2 图 7: 国内通信传納网络迭代过程 图 8: 2013-2018 年我国移动互联网接入流量情况 4 图 9: 网络可视化产业链分布及涉及公司 图 10: 研发和渠道共筑行业高壁垒 5 图 11: 嵌入式计算系统的下游应用方向 1 2: 嵌入式计算产业链一览 6 图 13: 国产化浪湖从核心部件向周边生态演进 6 日 14: 嵌入式计算主要国内外供应商 7 7 图 15: 虚户化浪湖正遗步从党政军向更多行业渗透 图 17: 凌华科技 2014 年以来管业收入及增速 图 18: 公司与国产化厂商合作紧密 11 数 2 0 0 0 1 至 0	图 2: 公司 2018 年主营业务毛利情况	1
 图 5: 恒为科技近年以来的毛利率和净利率水平 2 图 6: 网络可视化行业发展历程 2 图 7: 国内通信传输网络选代过程 3 图 8: 2013-2018 年我国移动互联网接入流量情况 4 图 9: 网络可视化产业链分布及涉及公司 4 目 10: 研发和渠道共筑行业高壁垒 5 图 11: 嵌入式计算系统的下游应用方向 5 图 12: 嵌入式计算产业链一览 6 图 13: 国产化浪湖从核心部件向周边生态演进 6 图 14: 嵌入式计算主要国内外供应商 图 15: 国产化浪湖正逐步从党政军向更多行业渗透 7 图 15: 国产化浪湖正逐步从党政军向更多行业渗透 8 图 17: 凌华科技 2014 年以来净利润及增速 8 图 18: 公司与国产化厂商合作紧密 11 2 公司的主要产品序列 3 表 2: 公司的主要产品序列 4 图 6: 分出多时、2019 年至 2020 年汇聚分流设备集中采购公告 4 会 1: 网络可视化行业的相关政策 5 会 2: 公司的主要产品序列 8 表 3: 中国移动工服分流设备集中采购的中标情况 9 表 5: 公司嵌入式产品一览 4 年 12 5 分业务收入及毛利率 1 2 2 7: 可比公司估值 1 12 	图 3: 公司 2006 年以来营业收入及增速	1
图 6: 网络可视化行业发展历程 2 图 7: 国内通信传输网络迭代过程 3 3 图 8: 2013-2018 年或国移动互联网接入流量情况 4 图 9: 网络可视化产业链分布及涉及公司 4 图 10: 研发和渠道共筑行业高壁垒 55 图 11: 嵌入式计算产业链一宽 6 11: 嵌入式计算产业链一宽 6 图 13: 国产化浪潮从核心部件向周边生态演进 6 图 14: 嵌入式计算主要国内外供应商 77 图 15: 国产化浪潮压逐步从党政军向更多行业渗透 77 图 16: 凌华科技 2014 年以来常业收入及增速 8 图 17: 凌华科技 2014 年以来净利润及增速 8 图 18: 公司与国产化厂商合作紧密 11 1	图 4: 公司 2006 年以来净利润及增速	1
图 7: 国内通信传输网络选代过程 38 图 8: 2013-2018 年我国移动互联网接入流量情况 4 图 9: 网络可视化产业链分布及涉及公司 4 图 10: 研发和渠道共筑行业高壁垒 55 图 11: 嵌入式计算系统的下游应用方向 5 图 12: 嵌入式计算产业链一览 6 图 13: 国产化浪潮从核心部件向周边生态演进 6 图 14: 嵌入式计算主要国内外供应商 77 图 15: 国产化浪湖从核心部件向周边生态演进 8 图 15: 国产化浪湖上逐步从党政军向更多行业渗透 7 图 16: 凌华科技 2014 年以来学利润及增速 8 图 17: 凌华科技 2014 年以来净利润及增速 8 图 18: 公司与国产化厂商合作紧密 11	图 5: 恒为科技近年以来的毛利率和净利率水平	2
图 8: 2013-2018 年我国移动互联网接入流量情况	图 6: 网络可视化行业发展历程	2
图 8: 2013-2018 年我国移动互联网接入流量情况	图 7: 国内通信传输网络迭代过程	3
图 10: 研发和渠道共筑行业高壁垒 5. 图 11: 嵌入式计算系统的下游应用方向 5. 图 12: 嵌入式计算产业链一览 6. 图 13: 国产化液潮从核心部件向周边生态演进 6. 图 14: 嵌入式计算主要国内外供应商 7. 图 15: 国产化液潮正逐步从党政军向更多行业渗透 7. 图 16: 凌华科技 2014 年以来营业收入及增速 8. 图 17: 凌华科技 2014 年以来净利润及增速 8. 图 17: 凌华科技 2014 年以来净利润及增速 8. 图 18: 公司与国产化厂商合作紧密 111 8. 公司与国产化厂商合作紧密 111 8. 公司与国产化厂商合作紧密 9. 表 4: 中国移动 2019 年至 2020 年汇聚分流设备集中采购公告 9. 表 4: 中国移动汇聚分流设备集中采购的中标情况 9. 表 5: 公司嵌入式产品一览 10. 表 6: 分业务收入及毛利率 122 表 7: 可比公司估值 122		
图 11: 嵌入式计算系统的下游应用方向		
图 11: 嵌入式计算系统的下游应用方向	图 10: 研发和渠道共筑行业高壁垒	5
图 12: 嵌入式计算产业链一览		
图 14: 嵌入式计算主要国内外供应商 7 图 15: 国产化浪潮正逐步从党政军向更多行业渗透 7 图 16: 凌华科技 2014 年以来营业收入及增速 8 图 17: 凌华科技 2014 年以来净利润及增速 8 图 18: 公司与国产化厂商合作紧密 11	图 12: 嵌入式计算产业链一览	6
图 15: 国产化浪潮正逐步从党政军向更多行业渗透 7 图 16: 凌华科技 2014 年以来营业收入及增速 8 图 17: 凌华科技 2014 年以来净利润及增速 8 图 18: 公司与国产化厂商合作紧密 11	图 13: 国产化浪潮从核心部件向周边生态演进	6
图 15: 国产化浪潮正逐步从党政军向更多行业渗透 7 图 16: 凌华科技 2014 年以来营业收入及增速 8 图 17: 凌华科技 2014 年以来净利润及增速 8 图 18: 公司与国产化厂商合作紧密 11		
图 16: 凌华科技 2014 年以来管业收入及增速 8 图 17: 凌华科技 2014 年以来净利润及增速 8 图 18: 公司与国产化厂商合作紧密 11 表 1: 网络可视化行业的相关政策 3 表 2: 公司的主要产品序列 8 表 3: 中国移动 2019 年至 2020 年汇聚分流设备集中采购公告 9 表 4: 中国移动汇聚分流设备集中采购的中标情况 9 表 5: 公司嵌入式产品一览 10 表 6: 分业务收入及毛利率 12 表 7: 可比公司估值 12		
表 目 录 表 1: 网络可视化行业的相关政策 3 表 2: 公司的主要产品序列 8 表 3: 中国移动 2019 年至 2020 年汇聚分流设备集中采购公告 9 表 4: 中国移动汇聚分流设备集中采购的中标情况 9 表 5: 公司嵌入式产品一览 10 表 6: 分业务收入及毛利率 12		
表 目 录 表 1: 网络可视化行业的相关政策 3 表 2: 公司的主要产品序列 8 表 3: 中国移动 2019 年至 2020 年汇聚分流设备集中采购公告 9 表 4: 中国移动汇聚分流设备集中采购的中标情况 9 表 5: 公司嵌入式产品一览 10 表 6: 分业务收入及毛利率 12	图 17: 凌华科技 2014 年以来净利润及增速	8
表 目 录 表 1: 网络可视化行业的相关政策 3 表 2: 公司的主要产品序列 8 表 3: 中国移动 2019 年至 2020 年汇聚分流设备集中采购公告 9 表 4: 中国移动汇聚分流设备集中采购的中标情况 9 表 5: 公司嵌入式产品一览 10 表 6: 分业务收入及毛利率 12	图 18: 公司与国产化厂商合作紧密	11
表 2: 公司的主要产品序列 8 表 3: 中国移动 2019 年至 2020 年汇聚分流设备集中采购公告 9 表 4: 中国移动汇聚分流设备集中采购的中标情况 9 表 5: 公司嵌入式产品一览 10 表 6: 分业务收入及毛利率 12 表 7: 可比公司估值 12	表目录	
表 2: 公司的主要产品序列 8 表 3: 中国移动 2019 年至 2020 年汇聚分流设备集中采购公告 9 表 4: 中国移动汇聚分流设备集中采购的中标情况 9 表 5: 公司嵌入式产品一览 10 表 6: 分业务收入及毛利率 12 表 7: 可比公司估值 12	表 1: 网络可视化行业的相关政策	3
表 3: 中国移动 2019 年至 2020 年汇聚分流设备集中采购公告 9 表 4: 中国移动汇聚分流设备集中采购的中标情况 9 表 5: 公司嵌入式产品一览 10 表 6: 分业务收入及毛利率 12 表 7: 可比公司估值 12		
表 4: 中国移动汇聚分流设备集中采购的中标情况 9 表 5: 公司嵌入式产品一览 10 表 6: 分业务收入及毛利率 12 表 7: 可比公司估值 12		
表 5: 公司嵌入式产品一览		
表 6: 分业务收入及毛利率		
	表 7: 可比公司估值	12
竹衣: 对分顶沟与恒性	附表:财务预测与估值	13



1 公司概况: 网络可视化与嵌入式计算领军者

恒为科技自成立以来就专注于网络可视化产品与嵌入式与融合计算产品的研发与销售,经过数十年的发展已经成长为国内网络可视化领域的重要参与者以及嵌入式与融合计算领域的领先者。

公司主营业务结构:根据 2018 年公司财报,公司收入主要来自于网络可视化基础架构业务,占营收比例为 84%,嵌入式与融合计算业务占比 16%;从主营业务的毛利贡献情况来看,与收入占比基本吻合,其中网络可视化基础架构业务贡献 88%毛利,嵌入式与融合计算平台业务贡献毛利 12%。

图 1: 公司 2018 年主营业务结构情况

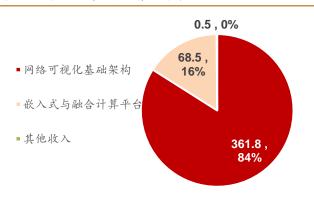


图 2: 公司 2018 年主营业务毛利情况



数据来源: Wind, 西南证券整理

数据来源: Wind, 西南证券整理

公司业绩状况:公司的营收和利润均呈现出稳健增长状态:其中营收均来自于内生增长,从 2014年的 1.6 亿元增长到 2018年的 4.3 亿元,复合增长率达到 28%,2019年前三季度营收放缓主要是因为下游客户招标方式变化导致订单有所延迟;归母净利润从 2014年 0.3 亿元以年复合增长率 38.4%增长到 1.1 亿元,2019年前三季度受制于营收的放缓而出现负增长。从盈利能力来看,公司的毛利率常年维持在 55%左右,净利率维持在 24%左右,盈利能力较强。

图 3: 公司 2006 年以来营业收入及增速



数据来源:公司公告,西南证券整理

图 4: 公司 2006 年以来净利润及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理





图 5: 恒为科技近年以来的毛利率和净利率水平

数据来源: Wind, 西南证券整理

2 行业分析: 网络可视化与嵌入式发展势头良好

2.1 安全需求和 5G 建设共同驱动网络可视化行业成长

网络可视化发展符合国家安全战略

网络可视化行业大致可以分为3个阶段:起初网络可视化发展主要是出于企业和运营商 对网络管理和维护的目的; 随着 P2P 应用的兴起以及网络威胁的增加, 网络可视化在流量管 理和优化方面的优势凸显,被运营商和政府大规模应用;在大数据技术、SDN 技术大力发展 的背景下,网络可视化和这些技术的结合使得其对网络流量把控和分析能力大大加强,符合 政府、运营商及企业对于自身流量的管理需求。

图 6: 网络可视化行业发展历程

网络使用分析 业务控制和管理 向业务智能方向发展 出于网络管理和维护的目 网络可视化系统开始利用例 P2P应用在互联网上的兴起, 的,利用流量采集和DPI 如大数据技术、SDN等,智 网络威胁增加, 给运营商造 技术,对于网络的使用情 能地识别网络流量情况和信 成了网络的压力,基于网络 况,进行统计和分析,发 息内容,动态对网络业务进 可视化的P2P流量管理和优 现和定位网络故障点、性 行定制和调整, 支持不同计 化系统应运而生,帮助运营 能瓶颈等。主要运用在企 费模式和个性化的业务流程。 商解决这一问题。 业市场和运营商市场。

数据来源:公司公告、西南证券整理

从网络可视化行业的发展历史来看,网络可视化的发展和其下游客户(政府、运营商、 企业单位)对于网络流量的管理和控制需求离不开,尤其随着全球网络安全事件的不断发生, 对此类的需求日益增加。随着信息安全逐渐上升为国家战略,国家也出台了众多的政策鼓励



产业发展,尤其在 2014 年,有国家主席习近平担任组长的中央网络安全和信息化领导小组成立,标志着国家对于网络安全的重视。在政策的助推下,作为网络安全重要组成部分的网络可视化蓬勃发展。

表 1: 网络可视化行业的相关政策

时间	政策/文件	内容
2012 年	《关于大力推进信息化发展和切实保障信息安全的若干意见》	大力发展信息化,切实保障信息安全。
2014 年	《关于进一步加强军队信息安全工作的意见》	把信息安全工作作为军事斗争准备的保底工程,强力推进国产自主
2014 7	《大」过一少加强干风信心女生工作的总允》	化建设应用,夯实信息安全根基。
2014年	中央网络安全和信息化领导小组成立	国家主席习近平担任组长, 李克强、刘云山任副组长。
2015 年	《中国人民共和国国家安全法》	以法律形式确立国家安全领导体制和总体国家安全观的指导地位。
2016 年	《国家网络空间安全战略》	强调维护我国网络安全是协调推进全面建成小康社会、全面深化改
2016 +		革、全面依法治国、全面从严治党战略布局的重要举措。
2017 年	《国家网络安全事件应急预案》	预案将网络安全事件分为四级,明确网络安全事件应急处置工作实
2017 4	《国系网络女全事什应志顶条》	行责任追究制。
2017 年	《软件和信息技术服务业发展规划(2016-2020 年)》	首次明确提出信息安全产品收入目标:即到十三五末达到 2000 亿,
2017 +	《私什和信息权本服分业及股规划(2010-2020 十)》	年均增长 20%以上。
2018 年	《关于推动资本市场服务网络强国建设的指导意见》	加快扶持培育一批自主创新能力强,发展潜力大的网信企业在主
2010 +	《大」作列贝平中勿服介門冷蚀四是汉的伯寸思光》	板、中小板和创业板实现首次公开发行和再融资。

数据来源: 百度百科, 西南证券整理

> 5G 建设后的流量激增助推行业发展

随着互联网逐步渗透进生活,骨干网流量也与日俱增,日益增长的流量传输需求拉动着国内运营商骨干网带宽的迭代建设。我国传输网经历了 1G、10G、40G、100G、400G 的建设过程(近年来随着云计算的普及以及直播等兴起,国内的带宽逐渐从 100G 向 400G 过渡)。

图 7: 国内通信传输网络迭代过程



数据来源:西南证券

5G 后应用兴起带来互联网流量爆发。根据华为《智简网络白皮书》,4K/8K、超高清视频、VR 等新兴业务的快速普及,使得整个通信网络的数据流量每五年增长 10 倍。进入 5G 时代,万物互联更将带来 6.7 倍的流量增长。预计到 2022 年,全球将有 60+亿台智能电话,人均月流量将超过 12GB。根据搜狐相关报道,北京字节跳动有限公司的大数据中,在 2017 年初只有不到 3 万台服务器,而 2018 年的服务器数量猛增到 17 万台,才得以支撑起今日头条和抖音、西瓜视频等社交媒体的产品线。



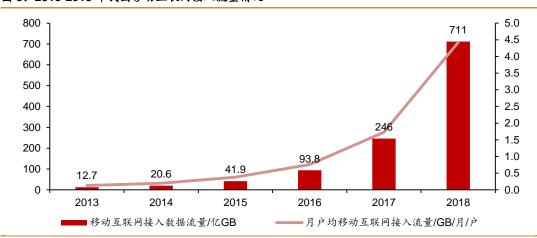


图 8: 2013-2018 年我国移动互联网接入流量情况

数据来源: 工信部, 西南证券整理

随着骨干网中的流量激增,对网络可视化设备提出了更高的要求,网络可视化设备厂商需要在同样功耗的情况下研发出支持更大带宽的可视化产品,目前如中新赛克、恒为科技等主流厂商的400G可视化产品均以就绪。

▶ 从产业链来看,技术能力与渠道优势为核心竞争力

从整个产业链来看,上游主要是芯片、通信模块、PCB等原材料,目前基本这些原材料都是通用型,可替代的厂商较多。在产业中游主要是以提供基础架构产品的、应用开发的以及系统集成商为主,网络可视化设备既可以作为单独供给下游客户,亦可以作为集成项目里面的一部分供给集成商。在下游,主要是以政府和运营商为主的客户,这些客户对于供应商的资质以及产品的稳定性和可靠性要求均较高。

图 9: 网络可视化产业链分布及涉及公司

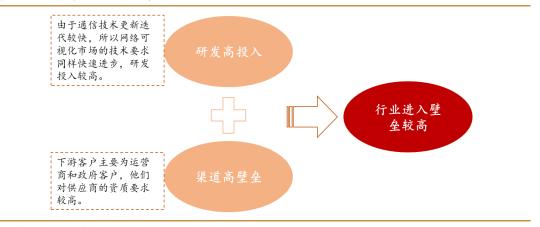


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

研发和渠道铸就行业壁垒。由于网络可视化行业的发展跟随着通信产业的发展,而通信技术的更新迭代速度较快,所以网络可视化行业的技术更新亦较快,为此产业链中的公司将不断投入人力、物力到下一代的产品当中去。同时,由于下游客户集中在政府和运营商,所以对于供应商的资质及认证较为严格,后来者很难轻易进入供应体系。



图 10: 研发和渠道共筑行业高壁垒

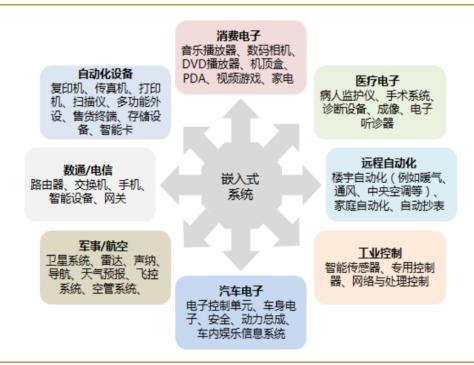


数据来源:西南证券

2.2 嵌入式业务迎来国产化发展良机

嵌入式业务主要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,从下游应用场景来说主要包括了消费电子、医疗电子、远程自动化、工业控制、汽车电子、自动化设备等,应用领域非常广阔。

图 11: 嵌入式计算系统的下游应用方向



数据来源:招股说明书、西南证券整理

从嵌入式计算的产业链来看,公司主要为嵌入式解决方案提供商。嵌入式计算的产业链上游主要是芯片与元器件厂商,其中处理器芯片以及存储芯片等属于比较重要的嵌入式计算系统构成要件;产业链中游主要是硬件供应商、软件供应商以及解决方案供应商,其中恒为



科技属于解决方案提供商,相较于单纯的软件或者硬件供应商具备综合服务能力;下游主要包括汽车、通信、能源、消费电子等行业,行业分布广阔,嵌入式应用场景丰富。

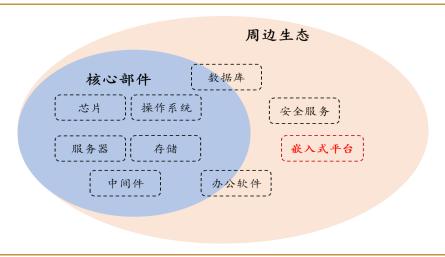
图 12: 嵌入式计算产业链一览



数据来源: 招股说明书、西南证券整理

国产化浪潮将由核心部件扩散到周边生态, 嵌入式计算国产化浪潮有望提速。国产化后的自主可控是保障国家安全的前提, 从基础设施到基础软件应用全方位实现自主可控意味着我们国家的软件、产品和服务不存在恶意后门和漏洞, 对我国的国家安全有重要意义。目前, 国产化已经逐渐从芯片、操作系统、中间件、存储、服务器等核心部件向数据库、办公软件、安全服务以及嵌入式计算业务发展。嵌入式计算业务作为软硬件的载体, 终将受益国产化浪潮的不断推进。

图 13: 国产化浪潮从核心部件向周边生态演进



数据来源:西南证券

目前国内的嵌入式计算业务主要被海外巨头把持,未来替代空间巨大。目前在嵌入式硬件中居于重要地位的是处理器,主要被 Intel、ARM、博通等巨头占领,同样在嵌入式的软件领域尤其是在嵌入式操作系统高地,大多也被微软、风河等国外厂商占领;在嵌入式解决方案方面,供应商主要集中在与上述芯片、操作系统深度绑定的凌华科技、研华股份、德国控创、锐德世等,恒为科技为国内领先的嵌入式平台开发厂商。



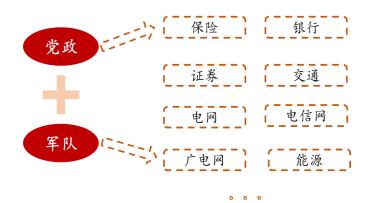
图 14: 嵌入式计算主要国内外供应商



数据来源:西南证券整理

从空间来看,嵌入式国产化的业务有很大的空间。从行业渗透角度来看,目前国产化替代的主要市场在党政和军队,未来有望逐步扩展到电信、能源、电力、金融等涉及到国计民生的重大行业。从行业内的巨头来看,国产替代的空间依旧广阔,其中凌华科技为世界级计算技术领导厂商,2018年的营收为21.2亿元,2018年的净利润为0.5亿左右,数十亿元的体量为国产厂商提供了快速成长的土壤。

图 15: 国产化浪潮正逐步从党政军向更多行业渗透



数据来源:西南证券



图 16: 凌华科技 2014 年以来营业收入及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 17: 凌华科技 2014 年以来净利润及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3 公司分析: 可视化迎 5G 东风, 嵌入式遇国产化良机

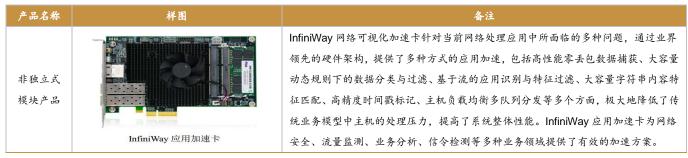
3.1 网络可视化中标移动大单,后续成长可期

公司在网络可视化方面产品布局全面,主要包括标准插卡式产品、盒式产品以及非独立模块产品等,为电信运营商、政府客户提供流量监测、流量控制、安全监控、流量大数据分析以及网络内容监控等服务。

表 2: 公司的主要产品序列

产品名称	样图	备注
标准 插卡式 产品	OptiWay 多业务流量来集和分流平台	OptiWay 系列是高密度、高速率多业务流量采集和分流平台。适合部署于大规模和超大规模网络环境中,支持数据增值业务系统、安全监控系统、流量大数据分析等各种应用场景的流量采集、分流及分析需求。基于开放的 ATCA 标准设计,提供高可靠性和极强的可扩展性,可以适应复杂的流量解析匹配和应用处理需求。
盒式	ExProbe 汇聚分流设备	ExProbe 系列是独立机架式的网络采集分流设备,适合部署于大规模及中等规模的网络环境中,具有端口密度高、工作模式丰富、高性能部署灵活、管理维护方便等特点,能够适应多种应用环境,按照需要实时为网络信息监控、网络业务分析、信令分析等业务提供流量数据。ExProbe 采集分流器完全超越了普通网络采集器,将分路器、过滤分析设备、负载均衡设备合而为一,为网络安全、协议分析和信令检测系统提供了便捷高效的数据采集与分流解决方案。
产品	ExSightor 网络数据分析设备	ExSightor 系列产品面向包括传统电信网络和 2G/3G/LTE 等移动互联网的多个接口进行流量采集,并对采集数据进行分析及应用协议识别,提取基于用户会话的各种参数及统计信息,形成格式化的分析结果,传送给业务应用设备进行深度分析和业务实现。ExSightor 可按串联或者旁路方式部署,在不同部署方式下提供不同的流量控制方式,满足用户多样化的应用方案要求。





数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

公司中标移动大单,奠定业绩拐点。近期,中国移动发布了 2019 年-2020 年汇聚分流设备集中采购的公告,共需要采购汇聚分流设备产品共计 1940 台,其中盒式基本功能设备 980 台、盒式高级功能设备 829 台、插卡高级功能设备 131 台。根据剑鱼招标网 2019 年 11 月的中标文件,恒为科技作为第三中标候选人中标标段 1 的 20%份额、作为第三中标候选人中标标段 2 的 20%份额、作为第二中标候选人中标标段 3 的 30%份额。公司作为网络可视化的重要供应商,此次中标金额约 6750 万元,奠定了公司业绩拐点,随着 5G 建设逐步开展,运营商对于网络可视化设备的需求逐步释放,公司业绩将迎来快速增长。

表 3: 中国移动 2019 年至 2020 年汇聚分流设备集中采购公告

标段	包段	产品名称	需求数量(台)
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	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	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	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	131

数据来源:公司公告, 剑鱼招标网

表 4: 中国移动汇聚分流设备集中采购的中标情况

标段	中标候选人	公司名称	投标报价	中标份额	中标总价 (万元)
	第一中标候选人	光迅科技	2791 万元(不含税)	40%	1116.4
标段1盒式基本功	第二中标候选人	中创信测	2326 万元(不含税)	30%	697.8
能设备 980 台	第三中标候选人	恒为科技	4018 万元(不含税)	20%	803.6
	第四中标候选人	博瑞得	4011 万元(不含税)	10%	401.1
	第一中标候选人	光迅科技	2885 万元(不含税)	40%	1154
标段2盒式高级功	第二中标候选人	百卓网络	3124 万元 (不含税)	30%	937.2
能设备 829 台	第三中标候选人	恒为科技	3878 万元(不含税)	20%	775.6
	第四中标候选人	博瑞得	3946 万元(不含税)	10%	394.6
Laro le Edm	第一中标候选人	光迅科技	11635.5 万元(不含税)	50%	5817.8
标段3插卡高级	第二中标候选人	恒为科技	17235.1 万元(不含税)	30%	5170.5
功能设备 131 台	第三中标候选人	宜通世纪	17822.1 万元(不含税)	20%	3564.4

数据来源: 剑鱼招标网, 西南证券整理



3.2 与国产芯片合作紧密, 嵌入式业务迈入快车道

公司在成立之初就确立了嵌入式板卡业务的方向,随着公司的发展目前公司已经具备了比较完善的产品线,包括系统与平台产品(服务器、网络应用平台、媒体处理平台、交换机)、板卡与模块(COM-Express 模块、主板、CPCI 板卡、VPX 板卡、ATCA 板卡)。目前,公司已经和国产化厂商建立了良好的合作关系,并在上述产品领域形成了有核心竞争力的国产化产品。

表 5: 公司嵌入式产品一览

产品	细分领域	细分产品 国产芯片		非国产芯片
		飞腾 2U 通用服务器	飞腾 FT-1500A/16 芯片	
		飞腾高密度服务器	FT-1500/16 飞腾处理器	
	वार के यह	X86 高密度服务器		Intel Xeon E5-2600v3 系列
系统	服务器	X86 加固服务器		Intel Xeon Scalable Processors
		GxWay 系列 CPU 服务器		英特尔至强 CPU
		PicoBBU 服务器		Intel Skylake Xeon D Processor
	网络应用平台	高性能国产安全自主网络安全平台	飞腾 FT-1500A/4、FT-1500A/16 处理器	
与平台		Skyline MS1042	海思 Hi3798CV200 SoC	
	媒体处理平台	SkylineIII		Intel SkyLake E3 或者 i7 系列
		SkylineII		Intel Haswell E3 或者 i7 系列
		同立仁北京松和	主控芯片龙芯 2H	
	交换机	国产千兆交换机	主交换芯盛科 CTC5160	
	文秋和	国产万兆交换机	主控芯片龙芯 2H	
		国广方 化交换机	主交换芯盛科 CTC8090	
	COM-Express	飞腾 COMe 模块	飞腾高性能 FT2000A/HK	
	模块	x86 COMe 模块		第四代 Intel® i7
	主板	飞腾 EATX/EEB 主板	国产 FT-1500A-16 处理器	
		x86 加固主板		Intel Xeon Scalable Processors
		国产加固交换板	主控芯片龙芯 2H	
		四广加回父侠板	主交换芯盛科 CTC5160	
	CPCI 板卡	飞腾 CPCI 主板	国产 FT-1500A-4	
板卡	OPOI ME	龙芯 CPCI 主板	国产龙芯 3A3000	
与模块		3U VPX x86 计算主板		Intel i7-6822EQ
		6U VPX x86 计算主板		Intel Skylake Xeon D-2163IT
		6U VPX 飞腾计算主板	飞腾 FT-1500A-16	
	VPX板卡	国产 3U VPX 交换板	主控芯片龙芯 2H	
		□ F 3U VFA 文佚帧	主交换芯盛科 CTC5160	
		国产 6U VPX 交换板	主控芯片龙芯 2H	
		□ / UU VFA 义状似	主交换芯盛科 CTC5160	
	ATCA 板卡	ATCA x86 主板		Intel Xeon Silver/Gold

数据来源:公司官网,西南证券整理



随着国产化浪潮的推进,公司之前与飞腾、龙芯、盛科等国产芯片的良好合作将逐步迈入收获期。目前,公司与飞腾、龙芯以及盛科网络等国内知名的芯片厂商均保持着良好的合作关系,同时搭载国内的 Linux、银河麒麟、中标麒麟等国产操作系统为客户提供优质的国产化设备。随着国产化替代从党政领域逐步扩展到电力、能源、金融等涉及重大民生的关键行业,公司国产化设备将逐步进入快速放量期。

图 18: 公司与国产化厂商合作紧密



数据来源:西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设:

假设 1: 公司所在的网络可视化行业竞争格局稳定,产品毛利率没有大的变化。由于客户招标方式变更所以 2019 年为公司网络可视化业绩小年,随着 2019 年底中标中国移动大单 (6750 万元,占 2018 年营收比例为 15.7%),公司网络可视化业绩迎来向上拐点,且随着 2020 年 5G 正式进入大规模建设阶段对于网络可视化设备的需求量将快速增长;

假设 2: 公司与国产化芯片厂商(飞腾、龙芯、盛科)一直保持着良好的合作关系,随着国产化浪潮的推进,国产化嵌入式设备的需求呈现快速增长态势,其中 2019 年前三季度国产化嵌入式设备占总体嵌入式业务比重约 30%,远远超过 2017 和 2018 年。未来 2020年-2022 年随着国产芯片的大规模出量,公司嵌入式业务也将快速放量。

基于以上假设, 我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表:



表 6: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
	收入	361.78	379.87	531.82	733.91
网络可视化基础架构	增速	56.4%	5%	40%	38%
	毛利率	59.1%	60%	60%	60%
	收入	68.51	92.49	152.61	228.91
嵌入式与融合计算平台	增速	-15.1%	35%	65%	50%
	毛利率	41.7%	41%	41%	41%
其他收入	收入	0.50	0.5	0.5	0.5
共他权人	毛利率	13.1%	15%	15%	15%
	收入	430.79	472.86	684.92	963.32
合计	增速	38.1%	9.8%	44.8%	40.6%
	毛利率	56.3%	56.2%	55.7%	55.5%

数据来源: Wind, 西南证券

4.2 相对估值

我们选取 A 股迪普科技(300768)、中新赛克(002912)、卫士通(002268)、绿盟科技(300369)作为可比估值标的,上述公司和恒为科技在主营业务以及所处行业方面有一定的相似性,行业 2019-2021 年平均估值分别为 75.9、54.2、41.3 倍。恒为科技 2018-2021年业绩增速预期较高(CAGR31.9%),目前股价对应 2020年 PE 仅为 29 倍,处于被低估状态。

表 7: 可比公司估值

证券代码	可比公司	EPS(え)			PE(倍)					
证分代码	り几公司	股价(元)	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
300768.SZ	迪普科技	38.24	152.96	0.56	0.62	0.76	0.94	68.29	62.10	50.60
002912.SZ	中新赛克	139.37	148.74	1.92	2.62	3.52	4.72	72.59	53.11	39.61
002268.SZ	卫士通	27.68	232.05	0.14	0.22	0.34	0.45	197.71	128.09	81.87
300369.SZ	绿盟科技	18.98	151.48	0.21	0.32	0.42	0.57	90.38	60.18	44.89
	平均值						107.24	75.87	54.24	41.32

数据来源: Wind, 西南证券整理

结论与评级: 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.57 元、0.84 元、1.19 元, 2018-2021 归母净利润保持 31.9%的复合增长率。鉴于公司为国内网络可视化与嵌入式计算业务的领军企业,未来将充分受益 5G 以及国产化带来的产业红利, 给予公司 2020 年 40 倍估值, 对应目标价 33.6 元, 首次覆盖给予"买入"评级。

5 风险提示

5G 建设或不及预期、芯片及板卡国产化进程或不及预期、订单或不及预期。



附表: 财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表
营业收入	431.40	472.86	684.92	963.32	净利润
营业成本	188.96	206.67	302.91	428.77	折旧与摊销
营业税金及附加	5.42	6.62	9.59	13.49	财务费用
销售费用	14.60	16.08	22.60	29.86	资产减值损
管理费用	49.66	141.86	195.20	269.73	经营营运资
财务费用	-2.83	-2.66	-3.26	-3.18	其他
资产减值损失	8.19	5.00	5.00	5.00	经营活动现金
投资收益	4.56	5.00	5.00	5.00	资本支出
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金
营业利润	113.58	104.30	157.88	224.65	短期借款
其他非经营损益	-0.22	20.00	25.00	35.00	长期借款
利润总额	113.36	124.30	182.88	259.65	股权融资
所得税	10.35	11.19	16.46	23.37	支付股利
净利润	103.01	113.11	166.42	236.28	其他
少数股东损益	-2.15	-2.37	-3.48	-4.94	筹资活动现金
归属母公司股东净利润	105.17	115.47	169.90	241.22	现金流量净
资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指
货币资金	259.66	355.27	331.70	338.16	成长能力
应收和预付款项	273.71	262.73	394.14	557.71	销售收入增
存货	175.72	194.09	297.25	417.40	营业利润增
其他流动资产	28.61	31.36	45.42	63.88	净利润增长
长期股权投资	3.97	3.97	3.97	3.97	EBITDA 增
投资性房地产	1.99	1.99	1.99	1.99	获利能力
固定资产和在建工程	146.70	140.04	133.37	126.71	毛利率
无形资产和开发支出	1.68	1.42	1.15	0.89	三费率
其他非流动资产	21.60	20.76	19.92	19.08	净利率
资产总计	913.64	1011.62	1228.91	1529.78	ROE
短期借款	15.00	0.00	0.00	0.00	ROA
应付和预收款项	109.56	127.20	183.40	258.73	ROIC
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销
其他负债	36.01	39.28	57.04	80.28	营运能力
负债合计	160.57	166.48	240.44	339.01	总资产周转
股本	142.06	202.67	202.67	202.67	固定资产周
资本公积	366.98	306.37	306.37	306.37	应收账款周
留存收益	276.58	371.02	517.82	725.06	存货周转率
归属母公司股东权益	751.35	845.79	992.59	1199.83	销售商品提供劳务业
少数股东权益	1.73	-0.64	-4.12	-9.06	资本结构
股东权益合计	753.07	845.15	988.47	1190.77	资产负债率
负债和股东权益合计	913.64	1011.62	1228.91	1529.78	带息债务/总
					流动比率
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	速动比率
EBITDA	116.25	109.41	162.38	229.24	股利支付率
PE	47.18	42.96	29.20	20.57	每股指标
РВ	6.60	5.87	5.00	4.13	每股收益
PS	11.50	10.49	7.24	5.15	每股净资产
EV/EBITDA	27.64	41.92	28.39	20.08	每股经营现
股息率	0.46%	0.42%	0.47%	0.68%	每股股利

		1		
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	103.01	113.11	166.42	236.28
折旧与摊销	5.51	7.77	7.77	7.77
财务费用	-2.83	-2.66	-3.26	-3.18
资产减值损失	8.19	5.00	5.00	5.00
经营营运资本变动	-20.29	11.10	-166.46	-208.07
其他	-54.54	-10.34	-18.20	-5.54
经营活动现金流净额	39.06	123.99	-8.74	32.26
资本支出	-39.53	0.00	0.00	0.00
其他	8.74	5.00	5.00	5.00
投资活动现金流净额	-30.79	5.00	5.00	5.00
短期借款	-10.00	-15.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	48.15	0.00	0.00	0.00
支付股利	-23.00	-21.03	-23.09	-33.98
其他	-12.25	2.66	3.26	3.18
筹资活动现金流净额	2.90	-33.37	-19.83	-30.80
现金流量净额	11.16	95.61	-23.57	6.46
财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
销售收入增长率	38.18%	9.61%	44.85%	40.65%
营业利润增长率	44.15%	-8.17%	51.37%	42.29%
净利润增长率	37.34%	9.80%	47.13%	41.98%
EBITDA 增长率	40.85%	-5.89%	48.42%	41.17%
获利能力				
毛利率	56.20%	56.29%	55.77%	55.49%
三费率	14.24%	32.84%	31.32%	30.77%
净利率	23.88%	23.92%	24.30%	24.53%
ROE	13.68%	13.38%	16.84%	19.84%
ROA	11.27%	11.18%	13.54%	15.45%
ROIC	19.55%	16.87%	21.91%	23.40%
EBITDA/销售收入	26.95%	23.14%	23.71%	23.80%
营运能力				
总资产周转率	0.51	0.49	0.61	0.70
固定资产周转率	4.41	3.59	5.48	8.14
应收账款周转率	2.46	2.22	2.64	2.55
存货周转率	0.99	1.06	1.20	1.19
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.24%	_	_	_
资本结构				
资产负债率	17.57%	16.46%	19.57%	22.16%
带息债务/总负债	9.34%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	4.63	5.10	4.46	4.08
速动比率	3.52	3.93	3.22	2.84
股利支付率	21.87%	18.21%	13.59%	14.09%
每股指标	-	-		
每股收益	0.52	0.57	0.84	1.19
每股净资产	3.71	4.17	4.90	5.92
每股经营现金	0.19	0.61	-0.04	0.16
每股股利	0.11	0.10	0.11	0.17

数据来源: Wind, 西南证券



分析师承诺

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,报告所采用的数据均来自合法合规渠道,分析逻辑基于分析师的职业理解,通过合理判断得出结论,独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因,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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

买入: 未来6个月内, 个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

持有:未来6个月内,个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间

公司评级 中性:未来6个月内,个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间

回避: 未来6个月内, 个股相对沪深300指数涨幅在-20%与-10%之间

卖出: 未来6个月内, 个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下

强于大市: 未来6个月内, 行业整体回报高于沪深300指数5%以上

行业评级 跟随大市:未来6个月内,行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间

弱于大市:未来6个月内,行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司(以下简称"本公司")具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内,与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施,本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用,若您并非本公司客户中的专业投资者,为控制投资风险,请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告,本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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,本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。

本报告及附录版权为西南证券所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为"西南证券",且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

上海

地址:上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编: 200120

北京

地址: 北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编: 100045

重庆

地址: 重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编: 400023

深圳

地址:深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4楼

邮编: 518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
上海	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn