



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

网络可视化前端龙头，布局国产智能计算

—— 恒为科技（603496）深度报告

2020 年 02 月 22 日

程远 行业分析师

证券研究报告

公司研究——深度研究

恒为科技（603496）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

恒为科技相对沪深 300 表现



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据（2020.2.21）

收盘价（元）	31.05
52 周内股价波动区间(元)	16.60-34.10
最近一月涨跌幅(%)	10.11%
总股本(亿股)	202.67
流通 A 股比例(%)	53.90%
总市值(亿元)	62.93

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

程远 行业分析师

执业编号：S1500519100002

联系电话：（010）83326755

邮箱：

chengyuan1@cindasc.com

恒为科技——网络可视化前端龙头，布局国产智能计算

2020 年 02 月 22 日

本期内容提要：

- ◆ **网络可视化业务稳健增长，积极布局国产智能计算市场。** 恒为科技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，在行业内技术实力领先。公司注重研发投入，提供多种类广泛应用产品。
- ◆ **相关市场空间巨大，政策推动国产化。** 恒为科技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，在行业内技术实力领先。公司注重研发投入，提供多种类广泛应用产品。全球广阔的大数据市场规模，持续催生网络可视化及融合计算业务需求。国家及行业接连推出相关政策推动国产化发展，提升公司增长空间。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 我们预计 2019-2021 年营业收入分别为 5.32/9.60/13.92 亿元，每股收益分别为 0.65/1.06/1.77，对应的估值为 41/25/15 倍，给予“买入”评级。
- ◆ **风险因素：** 1.研发落地不及预期。2.受宏观经济影响，政企订单不及预期。3.网络可视化市场竞争加剧。4.国产信息化受政策影响大。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	312.21	431.40	531.71	959.72	1392.29
(+/-)YoY(%)	26.02%	38.18%	23.25%	80.50%	45.07%
净利润(百万元)	75.24	105.17	118.88	181.18	286.59
(+/-)YoY(%)	21.31%	39.78%	13.04%	52.40%	58.18%
全面摊薄 EPS(元)	0.66	0.61	0.65	1.06	1.77
毛利率(%)	54.58%	56.20%	55.61%	50.45%	50.25%
净资产收益率(%)	11.48%	14.00%	12.77%	16.29%	20.49%

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为 2020 年 02 月 21 日收盘价；净利润为归属母公司所有者净利润

目录

网络可视化业务稳健增长:	1
业绩历年持续增长, 毛利率稳中有升	2
核心团队 ICT 背景深厚	2
股权激励绑定员工利益	3
注重研发投入、设备产品齐全	4
产业链整合能力强, 嵌入式融合计算打开新市场	5
专注大数据基础设备, 国产化政策受益者	7
网络可视化产品关注大数据	7
嵌入式应用广泛, 市场空间巨大	10
大数据应用拉升融合计算需求	11
盈利预测、估值与投资评级	12
盈利预测及假设	12
估值与投资评级	13
风险因素	13

表目录

表 1: 恒为科技限制性股票激励对象名单及授予情况	3
表 2: 首次授予限制性股票 (以及若在 2018 年授予的预留部分) 公司层面解锁条件	4
表 3: 预留部分限制性股票 (若在 2019 年授予) 公司层面解锁条件	4
表 4: 恒为科技限制性股票个人层面绩效考核	4
表 5: 嵌入式行业相关的主要产业政策	10
表 6: 可比公司估值	13

图目录

图 1: 恒为科技扣非净利润逐年增长	2
图 2: 恒为科技营业收入和毛利率持续增长	2
图 3: 恒为科技高级管理人员技术背景	3
图 4: 恒为科技研发投入持续增长	5
图 5: 恒为科技 2019 年 6 月末研发人员情况	5
图 6: 恒为科技主要嵌入式与融合计算平台产品	6
图 7: 恒为飞腾签署战略合作协议	7
图 8: 恒为科技推出基于飞腾 CPU 的产品	7
图 9: 恒为科技网络可视化基础架构产品在各层级网络的位置	8
图 10: 恒为科技网络可视化基础架构产品涉及前端采集和后端预处理	9
图 11: 大数据产业流程图	12

网络可视化业务稳健增长：

恒为科技（上海）股份有限公司成立于 2003 年 3 月，公司一直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、电信增值业务、网络与信令监测、视频等领域提供相应的产品和解决方案。公司主营业务为网络可视化基础架构业务与嵌入式与融合计算业务。恒为科技长期专注于智能系统领域内中高端技术与产品的研发，掌握了高性能实时网络处理、先进电信计算架构（ATCA）、高端多核嵌入式智能平台、骨干网核心网接口协议、高速交换网络、异构计算、高密度计算平台等核心技术，在行业内技术实力领先。

网络可视化产业市场与用户主要集中为电信运营商、政府以及企业市场用户三大主体。

（1）对于三大运营商而言，网络可视化系统在当中发挥的作用在于帮助运营商全面精准的掌握网络的运行状况，例如识别网络忙闲状态、应用分布和用户流量类型、上网行为特征等等，从而实现对网络的管理、优化、精准收费以及提供针对性的网络服务。与此同时，近年来电信欺诈等网络安全问题日益严峻，利用网络可视化对网络内容进行实时监控成为运营商另一大需求。

（2）政府对于网络可视化的根本需求在于对网络内容的安全管理。近年来在《网络安全法》和《国家网络安全战略》等相关法令政策的催化下，以公安和互联网应急中心等为代表的政府机关部门对于网络内容检测管理的信息化投入持续提升。

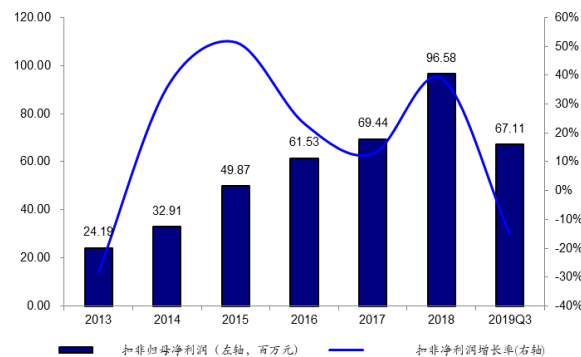
（3）网络可视化技术在企业领域的应用主要集中于上网行为管理、内网审计等信息化应用，进而实现企业防止内部信息泄露、提升员工工作效率、规范员工行为等目的。在某些特定行业，例如金融行业等，还需要基于网络可视化的网络性能测量与监控系统、智能负载均衡系统和应用交付系统等。

网络可视化市场规模持续增长。受益于技术进步及流量增长带来的行业扩容和强监管带来的需求增长，网络可视化行业将迎来高速发展期。2016 年我国网络可视化市场规模为 137.08 亿元，预计 2019 年，我国网络可视化市场规模将达 200 亿元，同比增长 22%。从 2016 年至 2019 年行业年均复合增长率达到 13.42%，行业规模处于持续扩张趋势。

业绩历年持续增长，毛利率稳中有升

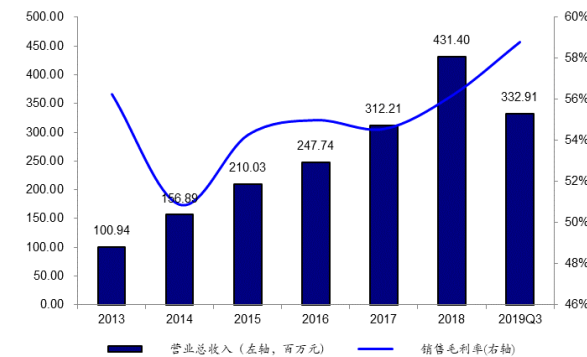
在 2013-2018 年期间，公司营收年复合增长率高达 33.71%，扣非净利润年复合增长率达 31.90%，公司销售和盈利业绩持续稳定增长。除 2016 年外，其余年份营业收入同比增长均超过 25%；除 2017 年外，其余年份扣非净利润增长率均超过 20%。

图 1：恒为科技扣非净利润逐年增长



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：恒为科技营业收入和毛利率持续增长

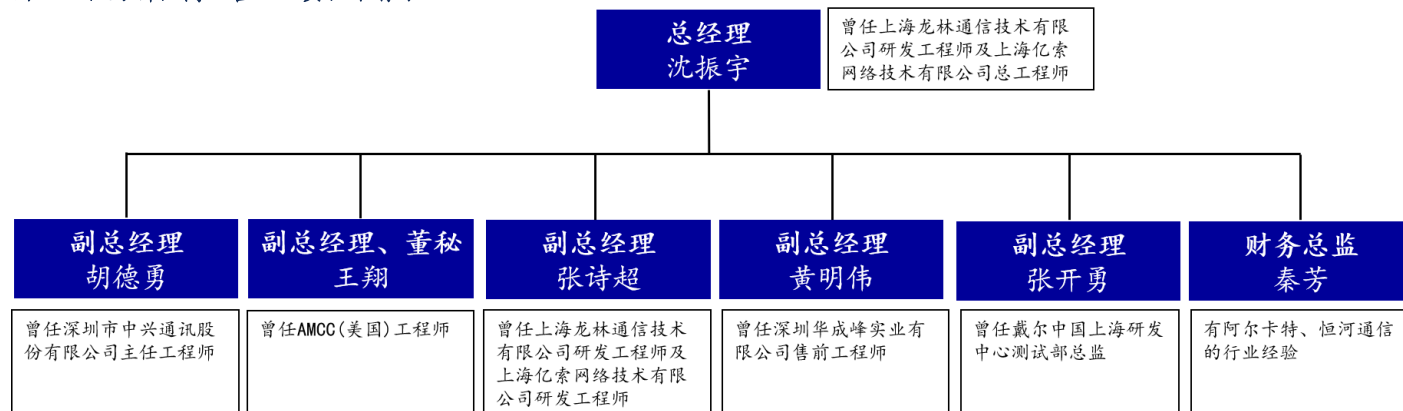


资料来源：万得，信达证券研发中心

核心团队 ICT 背景深厚

稳定胜任的核心领导团队是公司竞争优势的基础。公司的核心团队成员多数为长期在行业内从事管理、研发、生产和市场开拓的资深人士，恒为科技主要高级管理人员中，均具有技术背景，恒为科技管理层专业结构合理，从业经验丰富。公司的核心团队在高层次专业人才流动频繁的大环境下仍保持高度的稳定性，建立起对公司的深厚感情。

图 3：恒为科技高级管理人员技术背景



资料来源：恒为科技 2017 年度报告，信达证券研发中心

股权激励绑定员工利益

公司于 2018 年 5 月 9 日收到中国结算上海分公司出具的证券变更登记证明，完成了《2018 年限制性股票激励计划》首次授予登记工作，实际授予情况如下：授予日为 2018 年 3 月 15 日，授予数量为 A 股普通股股票 206 万股，授予人数 93 人，授予价格为每股 16.86 元，激励计划有效期为限制性股票授予之日起至所解除售或回购注销完毕之日止，最长不超过 60 个月。激励计划授予的限制性股票限售期为自授予登记完成日起 12 个月。满 12 个月后分三期解锁，每期解锁比例为 30%、30%、40%。该限制性股票激励计划绑定了员工利益，有助于公司的长远发展。

表 1：恒为科技限制性股票激励对象名单及授予情况

姓名	职务	获授的限制性股票数量（万股）	占授予限制性股票总数的比例
张开勇	副总经理	15.00	7.28%
秦芳	财务总监	9.00	4.37%
小计		24.00	11.65%
公司及子公司中管理人员、核心技术（业务）人员、骨干人员（91 人）		182.00	88.35%
合计		206.00	100.00%

资料来源：恒为科技《关于 2018 年限制性股票激励计划首次授予结果的公告》，信达证券研发中心

表 2：首次授予限制性股票（以及若在 2018 年授予的预留部分）公司层面解锁条件

解除限售安排	业绩考核目标
第一个解除限售期	以 2016 年净利润为基数，公司 2018 年净利润增长率均不低于 60%
第二个解除限售期	以 2016 年净利润为基数，公司 2019 年净利润增长率均不低于 100%
第三个解除限售期	以 2016 年净利润为基数，公司 2020 年净利润增长率均不低于 150%

资料来源：《恒为科技（上海股份有限公司 2018 年限制性股票激励计划（草案）》，信达证券研发中心

表 3：预留部分限制性股票（若在 2019 年授予）公司层面解锁条件

解除限售安排	业绩考核目标
第一个解除限售期	以 2016 年净利润为基数，公司 2019 年净利润增长率均不低于 100%
第二个解除限售期	以 2016 年净利润为基数，公司 2020 年净利润增长率均不低于 150%
第三个解除限售期	以 2016 年净利润为基数，公司 2021 年净利润增长率均不低于 200%

资料来源：《恒为科技（上海股份有限公司 2018 年限制性股票激励计划（草案）》，信达证券研发中心

表 4：恒为科技限制性股票个人层面绩效考核

考核等级	A	B+	B	C	D
解除限售比例	100%	100%	90%	60%	0%

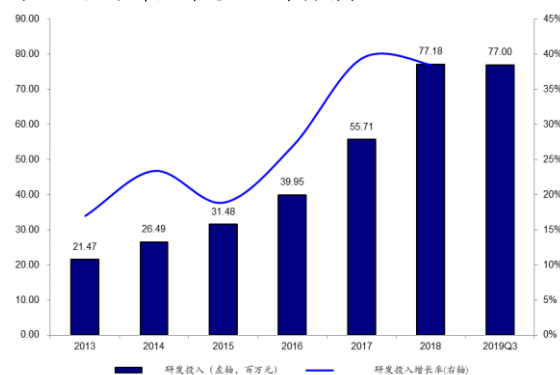
资料来源：《恒为科技（上海股份有限公司 2018 年限制性股票激励计划（草案）》，信达证券研发中心

注重研发投入、设备产品齐全

公司是国内网络可视化领域的技术创新引导者，在宽带骨干网和移动网基础架构等技术领域积累深厚，拥有盒式网络可视化设备、插卡式网络可视化平台和应用加速卡等系列产品，多年来引导整个市场接受专用协转等概念或技术。在嵌入式与融合计算平台产品线上，公司也具有很强的产品设计能力，拥有一系列标准化嵌入式平台产品、定制化嵌入式平台产品及融合计算平台产品，具备从低端到高端全系列产品的设计能力。公司是国内网络可视化领域技术创新引导者，网络可视化产品齐全，产品覆盖数据采集、数据汇聚分流、数据分析和业务平台等。

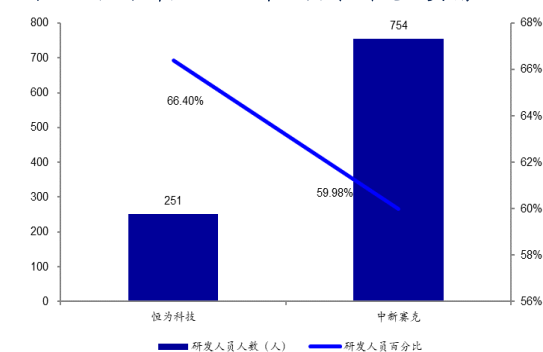
公司核心竞争力之一便是优秀的研发能力。多年来公司始终秉持“技术创新”战略，不断扩充研发人员队伍，持续加大研发投入力度，及时开发新产品以满足市场需求，巩固了公司在行业中的技术领先优势。截至 2019 年 6 月末，恒为科技研发人员共计 251 人，占员工总数的 66.40%，公司研发投入占当年销售收入的 22.49%，超过 2018 年（17.89%）4.6 个百分点，研发投入不断加大。此外，公司还注重自主研发技术的知识产权保护，对自主研发的各项技术及时申请专利、软件著作权和商标。2018 年度，公司共新增实用新型专利 1 项，软件著作权 17 项。截至 2018 年底，公司合计拥有专利 8 项（发明专利 5 项，实用新型专利 3 项），软件著作权 64 项。

图 4：恒为科技研发投入持续增长



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 5：恒为科技 2019 年 6 月末研发人员情况



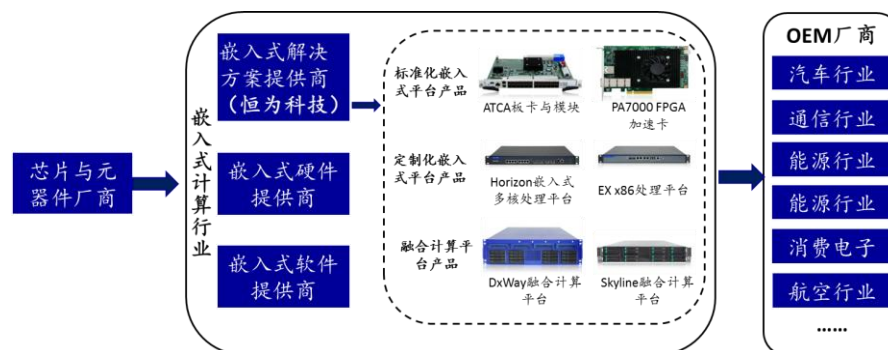
资料来源：万得，信达证券研发中心

恒为科技注重研发投入和研发团队的长期建设，与中新赛克相比，截止到 2019 年 6 月在研发人员人数上中新赛克的 754 人远大于恒为科技的 251 人，但恒为科技的研发人员比例 66.40% 却高于中新赛克的 59.98%。

产业链整合能力强，嵌入式融合计算打开新市场

嵌入式计算系统是指为特定功能或用途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、自动化生产到飞机控制系统等绝大多数的现代电子信息系统。该领域不存在行业巨头垄断现象，适合类似恒为科技这样的科技型中小企业进行技术创新和发展。公司在嵌入式领域中处于解决方案提供商的地位，公司已开发的主要嵌入式与融合计算平台产品情况如下：

图 6：恒为科技主要嵌入式与融合计算平台产品



资料来源：恒为科技官网，信达证券研发中心

国家近年来已将信息安全问题上升为国家战略层面，而自主可控便是其中一大主题。公司在自主可控领域的技术及产品开发方面大力投入，基于国产龙芯、飞腾等 CPU 处理器，国产盛科网络交换芯片等技术，积累了一系列全国产自主可控产品和技术平台。这些国产计算平台解决方案有别于传统 X86 等计算解决方案，由于国产芯片 ARM 和 MIPS 指令集从底层开始开发，在芯片层面上保障了信息安全，在工业、通信、能源等核心应用领域将得到应用。恒为科技作为飞腾等国产芯片的战略合作方，专注于提供从单板级、设备级到系统级的产品和解决方案，全面覆盖计算、网络、存储、安全等各类通用计算与嵌入式系统应用领域。

图 7：恒为飞腾签署战略合作协议



资料来源：飞腾官网，信达证券研发中心

图 8：恒为科技推出基于飞腾 CPU 的产品



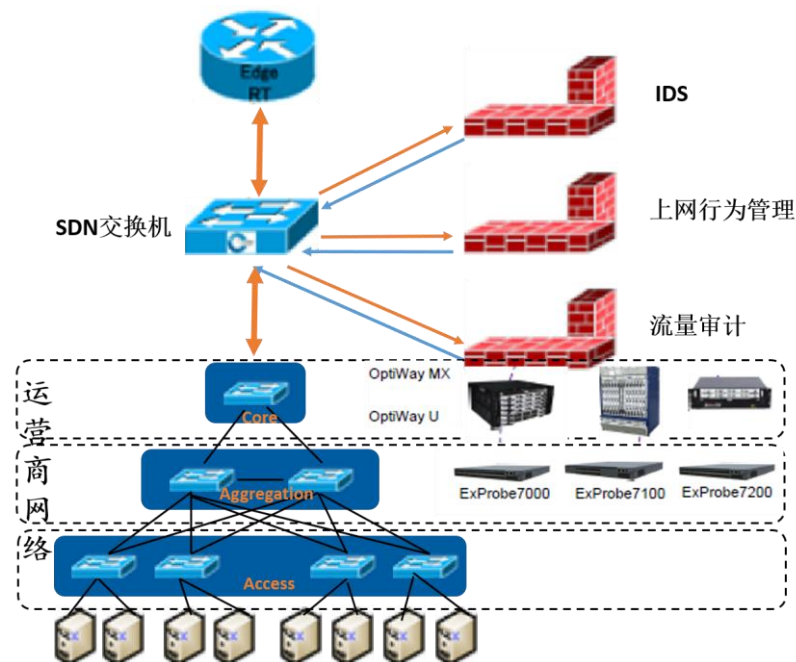
资料来源：恒为科技官网，信达证券研发中心

专注大数据基础设备，国产化政策受益者

5G 时代网络可视化产品关注大数据

恒为科技已开发的主要网络可视化产品以硬件设备形式为主，主要分布在运营商网络核心骨干网络和汇聚层，网络的核心骨干位置决定了产品的大流量和大数据特性，网络基础设施的升级和流量的快速增长都会带来网络可视化设备技术的升级迭代，运营商网络从 3G、4G 到 SDN 和 5G，网络可视化设备也从 1G，10G 升级到 400G，NB-IOT 的网络可视化产品。恒为科技产品在 4G 时代主要分集中在核心骨干网和汇聚层，5G 时代随着网络架构发生变化，边缘侧数据中心兴起，产品有望进一步下沉。恒为网络可视化基础产品在未来 5G 时代有望更多地渗透到边缘计算节点和数据中心领域，但产品关注大流量和大数据的本质不变。

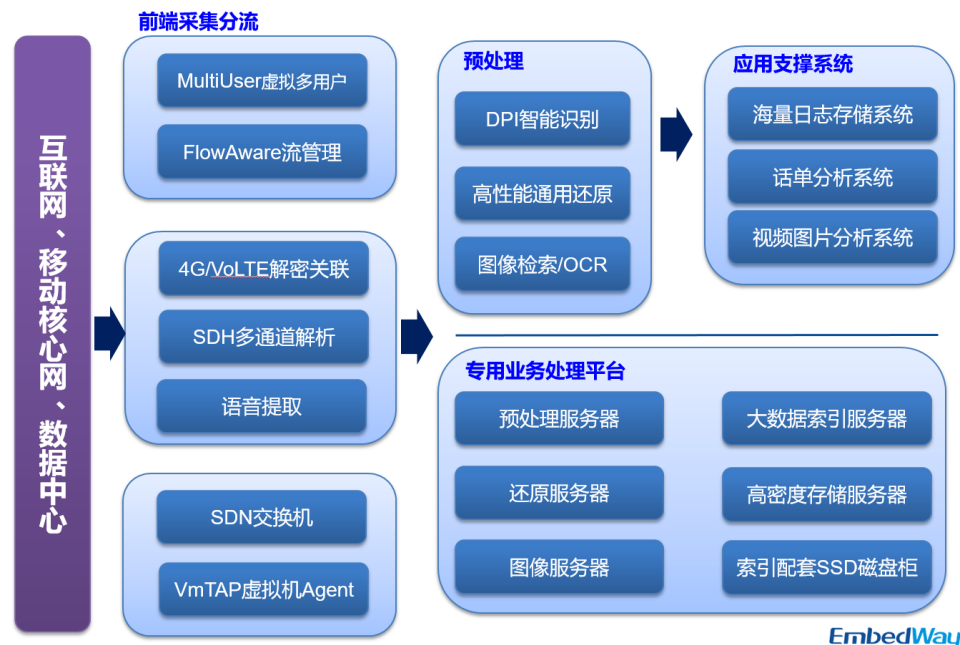
图 9：恒为科技网络可视化基础架构产品在各层级网络的位置



资料来源：ECPW 官网，信达证券研发中心

恒为科技作为独立第三方大数据基础架构提供商，平台合作范围广泛，上市之后市场影响力逐渐扩大，产品综合竞争力具有优势，具体体现在前端采集子系统、汇聚分流系统和还原子系统，以及后端协议分析系统，DPI 智能识别以及预处理系统等。公司产品除了硬件设备外，软件产品收入逐步加速，主要体现在预处理、应用支撑系统和专用业务处理平台上的软件应用，但由于下游客户采购特性，软件仍以一种附着于硬件的方式销售。19 年中报中公司软件增值税退税额为 745.76 万元，同比增长 52.41%，我们认为公司软件业务保持较高的增速水平。

图 10：恒为科技网络可视化基础架构产品涉及前端采集和后端预处理



资料来源：恒为科技官网，信达证券研发中心

国内除了有恒为科技这类专注网络可视化基础架构产品的厂商，同时还有网络可视化大数据应用厂商，比如烽火星空、太极股份、美亚柏科、中新赛克等，这类厂商在政府领域具有集成商资质，往往在政府某些部门的应用做的较深，其具体应用是在前端采集设备采集以及预处理的数据上进行分析，比如需要在恒为科技这种专用业务处理平台上再运行业务软件，上层业务软件因客户不同而差异较大，业务软件和网络可视化的具体客户粘性更高。恒为科目前做网络可视化前端设备以及预处理和应用支撑软件系统，为其他专用业务处理平台的业务软件厂商提供基础支撑设备，具有一定广泛性，受益于整体大数据行业增长。随着 5G、云计算等应用场景进一步丰富，数据前端采集和预处理业务将越来越复杂，恒为科技公司产品受益于流量增长和 5G 协议的更新换代。

嵌入式应用广泛，市场空间巨大

嵌入式计算系统（包含传统嵌入式计算系统与智能系统，下同）应用极其广泛，遍及各行各业，总市场规模非常巨大。IDC 将嵌入式系统的民用应用领域划分为六个主要行业：汽车、工业（包括航空电子、工业自动化、测量等）、医疗、能源、通信、消费电子。其中，通信和消费电子是目前最大的两个行业，而能源行业则是增长最快的行业。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%。为推动嵌入式产业的发展，我国推出了一系列政策，将嵌入式产业作为优先发展的高新技术产业。

表 5：嵌入式行业相关的主要产业政策

政策文件	主要内容
《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南（2011 年度）》	将软件、信息系统集成服务列入当前优先发展的高技术产业化重点领域。
《国家重点支持的高新技术领域》（2016 年）	将“软件定义网络”、“嵌入式图形用户界面技术；嵌入式数据库管理技术；嵌入式网络技术；嵌入式软件平台技术；嵌入式软件开发环境构建技术；嵌入式支撑软件生成技术；嵌入式专用资源管理技术；嵌入式系统整体解决方案设计技术；嵌入式设备间互联技术；嵌入式应用软件开发技术等”、“基于内容的图形图像检索及管理软件；基于海量图像数据的服务软件；静态图像、动态图像、视频图像及影视画面的处理技术”、“SDN 技术”、“智能化、网络化视频监控平台技术”等列为国家重点支持的高新技术领域。
《鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策》	为推动我国软件产业和集成电路产业的发展，增强信息产业创新能力和国际竞争力，带动传统产业改造和产品升级换代，进一步促进国民经济持续、快速、健康发展，制定投资融资、税收、产业技术、出口、采购等一系列政策。
《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006-2020）》	重点研究开发金融、物流、网络教育、传媒、医疗、旅游、电子政务和电子商务等现代服务业领域发展所需的高可信网络软件平台及大型应用支撑软件、中间件、嵌入式软件、网格计算平台与基础设施，软件系统集成等关键技术，提供整体解决方案。
《信息产业科技发展“十一五”规划和 2020 年中长期规划纲要》	提出优先研制可信网络计算平台，加快发展嵌入式软件、中文信息处理、数字媒体与内容管理软件，以及软件服务，加强软件资源库体系建设。
《软件产业“十一五”专项规划》	面向移动通信、汽车电子、数字电视、信息安全等重点领域，积极开展符合开放标准的嵌入式软件开发平台、嵌入式操作系统和应用软件的开发，继续加大嵌入式软件技术和产品的研发和产业化，推动整体跨越与自主创新的实现，为促进我国电子信息产品制造业的发展作出积极贡献。
《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决	加快建设宽带、泛在、融合、安全的信息网络基础设施，推动新一代移动通信、下一代互联网核心设备

定》（国发 201032 号）

《中国制造 2025》

《信息产业发展指南》（工信部联规[2016]453 号）

资料来源：恒为科技招股说明书，信达证券研发中心

和智能终端的研发及产业化，加快推进三网融合，促进物联网、云计算的研发和示范应用。着力发展集成电路、新型显示、高端软件、高端服务器等核心基础产业。提升软件服务、网络增值服务等信息服务能力，加快重要基础设施智能化改造。大力发展数字虚拟等技术，促进文化创意产业发展。

加快推动新一代信息技术与制造技术融合发展，把智能制造作为两化深度融合的主攻方向；着力发展智能装备和智能产品，推进生产过程智能化，培育新型生产方式，全面提升企业研发、生产、管理和服务的智能化水平。

紧密围绕重点制造领域关键环节，开展新一代信息技术与制造装备融合的集成创新和工程应用。支持产学研用联合攻关，开发智能产品和自主可控的智能装置并实现产业化。依托优势企业，紧扣关键工序智能化、关键岗位机器人替代、生产过程智能优化控制、供应链优化，建设重点领域智能工厂/数字化车间。在基础条件好、需求迫切的重点地区、行业和企业中，分类实施流程制造、离散制造、智能装备和产品、新业态新模式、智能化管理、智能化服务等试点示范及应用推广。建立智能制造标准体系和信息安全保障系统，搭建智能制造网络系统平台。

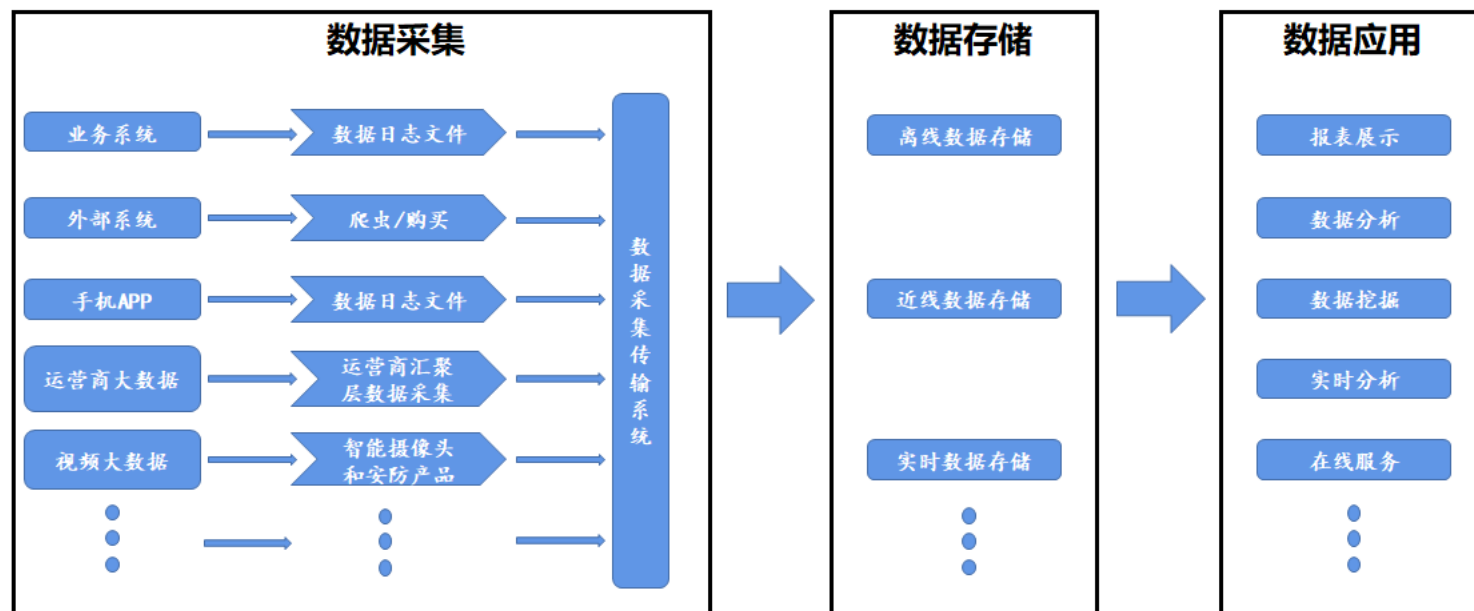
到 2020 年，制造业重点领域智能化水平显著提升，试点示范项目运营成本降低 30%，产品生产周期缩短 30%，不良品率降低 30%。到 2025 年，制造业重点领域全面实现智能化，试点示范项目运营成本降低 50%，产品生产周期缩短 50%，不良品率降低 50%。

以加快建立具有全球竞争优势、安全可控的信息产业生态体系为主线，提出了到 2020 年基本建立具有国际竞争力、安全可控信息产业生态体系的发展目标

大数据应用拉升融合计算需求

根据 IDC 的预测，到 2019 年来自大数据和业务分析的年度全球收入将从 2015 年的 1220 亿美元增至 1870 亿美元，其中服务将占据大数据全部收入的一半以上。在 2019-2023 年预测期内，全球大数据市场相关收益将实现 13.1%的复合年均增长率，并预计总收益于 2023 年达到 3126.7 亿美元。

图 11: 大数据产业流程图



资料来源：万得，信达证券研发中心

因此，在很多场景下，都需要巧妙集成并平衡各种处理资源的融合计算平台来应对。通过将不同计算技术融合在一起，可以成为面向细分大数据应用的优化平台，随着大数据应用的发展，这类产品将具有很大的市场空间。恒为科技面向大数据的融合计算平台解决方案，创新地融合了多种计算与处理技术，集成了高性能网络与存储、以及针对特定应用的大数据加速软件，已经取得了快速增长的业绩，未来市场前景良好。

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

1、我们认为 2019 年公司网络可视化业务受运营商集采推迟的影响较大，预计 2020 年网络运营商集采更有序推进，运营商集采减少集成商影响环境但竞争因素加强，预计网络可视化业务毛利率整体维持稳定；

2、2018-2019 年公司向运营商集采模式转型，国产化产品研发投入加大，销售费用和管理研发费用增加，随着 20-21 年公司适应集采模式，国产化产品研发投入从峰值转向稳定，同时股权激励费用减少，预计营销费用有所下降；

3、嵌入式融合计算的国产化业务受国家政策影响，我们认为国产化整体规模在 2021 年到达高峰，假设国产化服务器和国产 PC 的比例为 1: 10，来估算国产化项目对公司嵌入式融合计算业务的影响；

4、疫情对于国产化项目有一定的影响，国产信息化项目总体数量维持稳定。

估值与投资评级

我们认为恒为科技是网络可视化领先厂商，运营商 2019 年集采将汇聚分流设备采购进行单独的集采，意味着网络可视化成为信息基础设施的一部分，2020 年云计算和 5G 全面增长加强公司主营增长。嵌入式计算融合业务有基于飞腾、龙芯芯片的解决方案，公司上下游供应链整合能力是优势，2020 年将受益国产化需求提升。我们预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.65/1.06/1.77，对应的估值为 41/25/15 倍，公司估值低于行业平均水平，给予“买入”评级。

表 6：可比公司估值

证券简称	证券代码	股价（元）	市值（亿元）	EPS（元）			PE（倍）		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
中新赛克	002912.SZ	182.69	195.0	2.66	3.56	4.78	68.7	51.4	38.2
美亚柏科	300188.SZ	24.50	197.0	0.39	0.55	0.74	62.5	44.6	33.2
紫光股份	000938.SZ	43.72	893.2	0.93	1.14	1.50	46.9	38.4	29.1
平均							59.4	44.8	33.5
恒为科技	603496.SH	31.05	62.9	0.65	1.06	1.77	40.6	24.5	15.0

资料来源：万得，除恒为科技为信达证券预测外，其他盈利预测来自万得一致预期，股价为 2020 年 2 月 21 日收盘价

风险因素

1.研发落地不及预期。2.受宏观经济影响，政企订单不及预期。3.网络可视化市场竞争加剧。4.国产信息化受政策影响大。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	652.44	737.70	881.77	1221.57	1647.80
货币资金	248.60	259.66	310.43	291.87	326.02
应收票据	28.02	46.61	56.05	99.51	146.17
应收账款	130.06	220.42	254.93	408.97	613.42
预付账款	3.79	2.77	4.55	9.03	12.72
存货	184.32	175.72	223.71	377.86	512.42
其他	57.65	32.52	32.10	34.33	37.05
非流动资产	117.31	175.94	162.54	157.54	157.54
长期股权投资	2.90	15.97	11.97	6.97	6.97
固定资产(合计)	108.12	146.70	145.70	145.70	145.70
无形资产	4.43	10.08	1.68	1.68	1.68
其他	1.86	3.19	3.19	3.19	3.19
资产总计	769.75	913.64	1,044.31	1,379.11	1,805.34
流动负债	110.13	159.44	172.58	328.57	472.14
短期借款	25.00	15.00	15.00	15.00	15.00
应付票据	20.31	6.54	18.40	35.38	47.77
应付账款	57.45	72.61	90.82	178.05	258.25
非流动负债	2.40	1.13	1.13	1.13	1.13
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2.40	1.13	1.13	1.13	1.13
负债合计	112.53	160.57	173.71	329.69	473.26
少数股东权益	1.93	1.73	0.38	-1.99	-5.92
归属母公司股东权益	655.30	751.35	870.23	1,051.41	1,338.00
负债和股东权益	769.75	913.64	1,044.31	1,379.11	1,805.34

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	312.21	431.40	531.71	959.72	1,392.29
同比(%)	26.02%	38.18%	23.25%	80.50%	45.07%
归属母公司净利润	75.24	105.17	118.88	181.18	286.59
同比(%)	21.31%	39.78%	13.04%	52.40%	58.18%
毛利率(%)	54.58%	56.20%	55.61%	50.45%	50.25%
ROE%	11.48%	14.00%	12.77%	16.29%	20.49%
EPS(摊薄)(元)	0.66	0.61	0.65	1.06	1.77
P/E	52.86	40.06	40.62	24.96	15.00
P/B	5.31	4.60	4.34	3.59	2.82
EV/EBITDA	77.9	59.9	62.3	36.9	-1.2

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	312.21	431.40	531.71	959.72	1,392.29
营业成本	141.81	188.96	236.05	475.58	692.72
营业税金及附加	3.11	5.42	6.22	12.00	22.83
销售费用	9.87	14.60	28.18	40.31	52.91
管理费用	28.09	126.85	64.54	105.22	141.75
研发费用	55.71	77.18	100.29	163.50	220.25
财务费用	-0.43	-2.83	-6.00	-4.00	-4.00
减值损失合计	7.27	8.19	7.34	8.32	-2.27
投资净收益	2.60	4.56	5.04	5.78	5.33
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	78.79	113.58	126.13	194.57	308.43
营业外收支	4.43	-0.22	2.42	1.87	1.71
利润总额	83.22	113.36	128.54	196.44	310.14
所得税	8.22	10.35	11.01	17.62	27.49
净利润	75.01	103.01	117.53	178.82	282.65
少数股东损益	-0.23	-2.15	-1.35	-2.36	-3.93
归属母公司净利润	75.24	105.17	118.88	181.18	286.59
EBITDA	77.79	101.07	96.43	163.11	261.84
EPS(当年)(元)	0.37	0.52	0.59	0.89	1.41

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-58.71	39.06	29.92	-27.82	23.11
净利润	75.01	103.01	117.53	178.82	282.65
折旧摊销	4.18	5.51	0.00	0.00	0.00
财务费用	-0.43	-2.83	-6.00	-4.00	-4.00
投资损失	-2.60	-3.48	-5.04	-5.78	-5.33
营运资金变动	-140.70	-67.63	-81.51	-203.30	-246.24
其它	-5.83	-4.48	-4.94	-6.44	3.97
投资活动现金流	-110.21	-30.79	4.78	-6.31	-3.62
资本支出	55.59	56.27	-9.82	0.53	-1.71
长期投资	-57.00	22.00	0.00	0.00	0.00
其他	2.37	3.48	5.04	5.78	5.33
筹资活动现金流	309.07	2.90	6.00	4.00	4.00
吸收投资	329.26	36.68	0.00	0.00	0.00
借款	-2.42	-10.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	-17.78	-23.78	6.00	4.00	4.00
现金流净增加额	140.15	11.16	49.42	-20.92	30.21

研究团队简介

鲁立，国防科技大学自动化本科，国防科技大学计算机硕士，近六年产业经验，曾担任全球存储信息技术公司研发、解决方案部门团队负责人，2016年加入海通证券，从事 A 股计算机行业研究，17、19 年新财富第四名团队核心成员，2020 年加入信达证券，任计算机行业首席分析师。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。