

恒为科技 (603496)

公司研究/点评报告

业务整体发展平稳，嵌入式业务增速显眼

—恒为科技 2019 年年报点评

点评报告/计算机

2020 年 03 月 27 日

一、事件概述

2020 年 3 月 26 日公司公告 2019 年年报,实现营业收入 4.34 亿元,同比增长 0.63%,营业成本为 1.98 亿元,同比增长 4.56%,实现归母净利润 6734 万元,同比减少 35.97%。

二、分析与判断

➤ 业务整体发展稳健有序，嵌入式与融合计算业务收入明显增加

2019 年公司整体实现营收 4.34 亿元，其中网络可视化基础架构业务实现营收 3.15 亿元，同比下降 12.94%，毛利率为 64.82%，同比上升 5.74 个百分点；嵌入式与融合计算平台实现营收 1.15 亿元，同比上升 67.61%，毛利率为 27.45%，同比减少 14.25 个百分点，营收占比升至 26.5%。公司今年网络可视化业务收入下滑主要是受到下游运营商和政府集采的相关建设延期的影响。受益今年国产信息化大趋势，嵌入式与融合计算业务发展良好，公司基于国产龙芯、飞腾等 CPU 处理器和国产盛科网络交换芯片等开发的嵌入式产品已逐渐建立市场口碑和行业影响力。

➤ 加大研发支出与扩大销售团队，提升公司竞争力与影响力

优秀的研发能力是公司的核心竞争力之一，为应对未来 5G 大规模商用和国产信息化的到来，公司坚持技术投入，19 年围绕 4G+和 5G 和国产化发展重点投入，开发新一代的网络可视化产品、技术和符合国产自主信息化的嵌入式产品。为此，公司 19 年研发投入 1.1 亿元，同比增长 42.69%，占销售收入的 25.37%。为扩大公司在行业的影响力和扩大销售渠道，公司销售团队人数增至 56 人，同比增加 51.35%，销售费用增至 2620.5 万元，同比增长 79.48%。从研发和销售投入大幅增加看，公司对未来产品销售充满信心。

三、投资建议

首次覆盖，给予“推荐”评级。公司涉及的网络可视化和嵌入式产品开发均符合行业发展趋势。一方面，面对 5G 网络来说基于 SDN 和 NFV 实现全新的虚拟化核心网已是大势所趋，这对网络可视化提出新的要求；另一方面，智能化设备的增多带动对嵌入式产品需求上涨。因此，我们预测公司 20-22 年的 EPS 为 0.84/1.23/1.61,对应 PE 为 26X/18X/14X，低于通讯设备 wind 20 PE 的 29X，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

网络可视化业务投标进展不及预期、嵌入式产品销售不及预期

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	434	762	1,143	1,486
增长率（%）	0.6%	75.6%	50.0%	30.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	67	170	248	325
增长率（%）	-36.0%	151.9%	46.4%	30.9%
每股收益（元）	0.34	0.84	1.23	1.61
PE（现价）	65.0	26.2	17.9	13.7
PB	5.5	4.6	3.6	2.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

首次评级

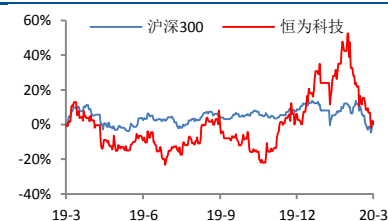
当前价格： 21.96 元

交易数据

2020-3-26

近 12 个月最高/最低(元)	35.25/16.72
总股本（百万股）	202
流通股本（百万股）	109
流通股比例（%）	53.97
总市值（亿元）	44
流通市值（亿元）	24

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：强超廷

执业证号： S0100519020001

电话： 021-60876718

邮箱： qiangchaoting@mszq.com

研究助理：应瑛

执业证号： S0100119010012

电话： 021-60876718

邮箱： yingying@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	434	762	1,143	1,486
营业成本	198	339	514	664
营业税金及附加	4	7	10	14
销售费用	26	42	63	74
管理费用	44	84	114	149
研发费用	110	152	229	297
EBIT	53	138	213	288
财务费用	(6)	(1)	(0)	(1)
资产减值损失	(10)	0	0	0
投资收益	3	5	5	5
营业利润	65	165	240	315
营业外收支	(0)	0	0	0
利润总额	65	165	240	315
所得税	3	10	14	19
净利润	62	154	226	296
归属于母公司净利润	67	170	248	325
EBITDA	61	145	221	297

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	74	37	49	105
应收账款及票据	286	419	629	817
预付款项	2	4	6	8
存货	207	358	471	637
其他流动资产	180	180	180	180
流动资产合计	752	1007	1343	1761
长期股权投资	6	11	16	21
固定资产	157	178	200	222
无形资产	2	1	1	1
非流动资产合计	211	236	243	249
资产合计	963	1243	1586	2011
短期借款	15	15	15	15
应付账款及票据	84	146	216	299
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	159	266	383	512
长期借款	5	5	5	5
其他长期负债	1	1	1	1
非流动负债合计	6	6	6	6
负债合计	164	272	389	518
股本	202	202	202	202
少数股东权益	(2)	(18)	(40)	(69)
股东权益合计	799	971	1197	1493
负债和股东权益合计	963	1243	1586	2011

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	0.6%	75.6%	50.0%	30.0%
EBIT 增长率	-44.5%	159.5%	54.7%	35.2%
净利润增长率	-36.0%	151.9%	46.4%	30.9%
盈利能力				
毛利率	54.5%	55.5%	55.0%	55.3%
净利率	15.5%	22.3%	21.7%	21.9%
总资产收益率 ROA	7.0%	13.8%	15.8%	16.3%
净资产收益率 ROE	8.4%	17.5%	20.4%	21.0%
偿债能力				
流动比率	4.7	3.8	3.5	3.4
速动比率	3.4	2.4	2.3	2.2
现金比率	0.5	0.1	0.1	0.2
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	173.2	130.0	150.0	165.0
存货周转天数	349.1	300.0	290.0	300.0
总资产周转率	0.5	0.7	0.8	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	0.3	0.8	1.2	1.6
每股净资产	4.0	4.8	6.0	7.6
每股经营现金流	0.0	(0.1)	0.1	0.3
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	65.0	26.2	17.9	13.7
PB	5.5	4.6	3.6	2.9
EV/EBITDA	25.6	14.9	9.8	7.3
股息收益率	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	62	154	226	296
折旧和摊销	13	7	8	9
营运资金变动	(65)	(184)	(208)	(234)
经营活动现金流	6	(25)	23	68
资本开支	31	10	10	10
投资	(55)	0	0	0
投资活动现金流	(84)	(10)	(10)	(10)
股权募资	10	0	0	0
债务募资	8	0	0	0
筹资活动现金流	(14)	(1)	(1)	(1)
现金净流量	(93)	(36)	11	56

分析师与研究助理简介

强超廷，民生研究院教育&中小盘&计算机行业首席，2019年加入民生证券研究院，上海对外经贸大学金融学硕士。曾任职于海通证券研究所，传媒团队。2017年新财富最佳分析师评比“传播与文化”第3名团队成员；2016年新财富、水晶球、金牛奖最佳分析师评比“传播与文化”第3名团队成员。

应瑛，民生研究院教育&计算机行业研究助理，2019年加入民生证券研究院，伦敦国王学院银行与金融学硕士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。