

## 轻装上阵，依旧看好公司在5G和国产化下的发展良机

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司2019年全年实现营业收入4.3亿元，同比增长0.6%；实现归母净利润0.7亿元，同比下滑36%；扣非净利润0.6亿元，同比下滑37%。
- **业绩短期承压，高投入有望带来高回报。** 从营收端来看，公司增长较为缓慢主要是因为网络可视化基础架构业务同比下滑12.9%，而嵌入式与融合计算平台业务实现同比67.6%增长。从利润端来看，在公司总体毛利率下滑1.8个百分点(主要系毛利率较低的嵌入式业务占营收比重提升10.6个百分点)的情况下，期间费用率同比增长近8个百分点(主要系销售费用率同比增长2.7个百分点、研发费用率同比增长7.5个百分点)，因此导致了公司利润下滑。我们认为公司2019年在营销和研发方面的加大投入，有望在2020年带来高回报。
- **2020年预计网络可视化仍将维持高景气度。** 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。公司是网络可视化重要参与者，5G建设周期来临为公司带来业务增量。2019年底移动已经启动大额招标，其中公司中标6500万，占比2018年营收15%，后续联通、电信招标可期，我们预计2020年将是网络可视化设备招投标的大年，公司将充分受益这一产业红利。
- **受益于国产化浪潮，公司嵌入式计算业务增长迅猛。** 公司是最早开发并推广高端网络处理与嵌入式多核计算平台的厂商之一，也是国内最早开始大力投入研发国产自主嵌入式系统的厂商之一，且和龙芯、飞腾、盛科的交换芯片等常年合作，受益于国产化浪潮的推进预计在20年有望实现国产板卡的快速放量。从市场空间来看，板卡业务的国产替代空间很大，行业内龙头凌华科技的营收在20亿的体量，未来国内嵌入式板卡业务格局有望实现从“凌华+国外芯片厂商”到“恒为+国产芯片厂商”的转变。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2020-2022年EPS分别为0.77元、1.08元、1.44元，未来三年归母净利润将保持63%的复合增长率。鉴于公司未来将持续受益于5G建设以及国产化带来的产业红利，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 5G建设不及预期、芯片及板卡国产化进程不及预期、订单不及预期。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	434.11	658.53	919.00	1206.03
增长率	0.63%	51.69%	39.55%	31.23%
归属母公司净利润(百万元)	67.34	155.96	219.40	292.35
增长率	-35.97%	131.61%	40.68%	33.25%
每股收益EPS(元)	0.33	0.77	1.08	1.44
净资产收益率ROE	7.72%	15.38%	18.30%	20.25%
PE	66	28	20	15
PB	5.55	4.71	3.93	3.22

数据来源: Wind, 西南证券

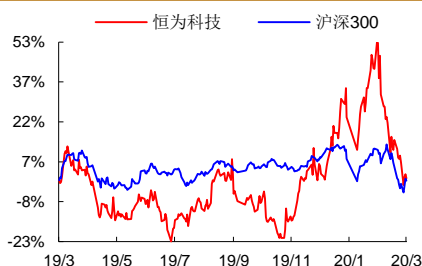
### 西南证券研究发展中心

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: S1250519080007  
 电话: 021-58352031  
 邮箱: zhush@swsc.com.cn

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

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	2.02
流通A股(亿股)	1.09
52周内股价区间(元)	16.72-35.25
总市值(亿元)	44.45
总资产(亿元)	9.63
每股净资产(元)	3.96

### 相关研究

1. 恒为科技(603496): 可视化迎5G东风, 嵌入式遇国产化良机 (2020-01-14)

### 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，预计 2020 年联通和电信等也将开始陆续招标，公司网络可视化业务有望快速放量；

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 年该业务增速 67.6%，相比 2018 年的增速下滑有了质的变化。未来 2020-2022 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 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
网络可视化基础架构	收入	314.97	428.36	574.00	757.69
	增速	-12.9%	36.00%	34.00%	32.00%
	毛利率	64.82%	60%	60%	60%
嵌入式与融合计算平台	收入	114.83	229.66	344.50	447.84
	增速	67.6%	100%	50%	30%
	毛利率	27.45%	41%	40%	39%
其他收入	收入	0.6	0.5	0.5	0.5
	毛利率	15%	15%	15%	15%
合计	收入	434.01	658.53	919.00	1206.03
	增速	0.6%	51.7%	39.6%	31.2%
	毛利率	54.4%	53.3%	52.5%	52.2%

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	434.11	658.53	919.00	1206.03	净利润	61.66	142.81	200.90	267.70
营业成本	197.58	307.27	436.72	576.68	折旧与摊销	8.26	1.12	1.12	1.12
营业税金及附加	3.54	6.53	8.98	11.51	财务费用	-5.84	0.06	0.07	0.08
销售费用	26.21	26.34	34.92	41.01	资产减值损失	-10.13	5.00	5.00	5.00
管理费用	43.63	184.39	243.54	313.57	经营营运资本变动	-195.23	-90.52	-231.01	-241.67
财务费用	-5.84	0.06	0.07	0.08	其他	156.89	-2.58	-11.42	-7.19
资产减值损失	-10.13	5.00	5.00	5.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>15.61</b>	<b>55.89</b>	<b>-35.34</b>	<b>25.03</b>
投资收益	2.76	3.00	3.00	3.00	资本支出	145.67	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-229.89	3.00	3.00	3.00
其他经营损益	0.00	25.00	28.00	33.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-84.23</b>	<b>3.00</b>	<b>3.00</b>	<b>3.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>65.04</b>	<b>156.93</b>	<b>220.77</b>	<b>294.18</b>	短期借款	0.00	16.17	115.70	73.33
其他非经营损益	-0.26	0.00	0.00	0.00	长期借款	4.58	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>64.78</b>	<b>156.93</b>	<b>220.77</b>	<b>294.18</b>	股权融资	10.85	0.00	0.00	0.00
所得税	3.12	14.12	19.87	26.48	支付股利	0.00	-13.47	-31.19	-43.88
净利润	61.66	142.81	200.90	267.70	其他	-29.90	-3.73	-0.07	-0.08
少数股东损益	-5.68	-13.15	-18.50	-24.65	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-14.47</b>	<b>-1.03</b>	<b>84.44</b>	<b>29.37</b>
归属母公司股东净利润	67.34	155.96	219.40	292.35	<b>现金流量净额</b>	<b>-83.08</b>	<b>57.86</b>	<b>52.10</b>	<b>57.41</b>
资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	73.84	131.71	183.80	241.21	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	288.24	411.99	549.98	692.77	销售收入增长率	0.63%	51.69%	39.55%	31.23%
存货	207.44	317.18	456.52	602.65	营业利润增长率	-42.73%	141.28%	40.68%	33.25%
其他流动资产	182.80	65.85	91.90	120.60	净利润增长率	-40.14%	131.61%	40.68%	33.25%
长期股权投资	5.73	5.73	5.73	5.73	EBITDA 增长率	-41.97%	134.38%	40.38%	33.08%
投资性房地产	1.82	1.82	1.82	1.82	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率	54.49%	53.34%	52.48%	52.18%
无形资产和开发支出	1.50	1.36	1.22	1.07	三费率	14.74%	32.01%	30.31%	29.41%
其他非流动资产	202.06	201.08	200.11	199.14	净利率	14.20%	21.69%	21.86%	22.20%
<b>资产总计</b>	<b>963.42</b>	<b>1136.72</b>	<b>1491.06</b>	<b>1864.98</b>	ROE	7.72%	15.38%	18.30%	20.25%
短期借款	15.00	31.17	146.86	220.20	ROA	6.40%	12.56%	13.47%	14.35%
应付和预收款项	106.52	171.48	240.42	317.18	ROIC	9.31%	20.40%	22.12%	22.30%
长期借款	4.58	4.58	4.58	4.58	EBITDA/销售收入	15.54%	24.01%	24.15%	24.49%
其他负债	38.37	1.20	1.20	1.20	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>164.47</b>	<b>208.43</b>	<b>393.06</b>	<b>543.16</b>	总资产周转率	0.46	0.63	0.70	0.72
股本	202.40	202.40	202.40	202.40	固定资产周转率	6.43	—	—	—
资本公积	317.50	317.50	317.50	317.50	应收账款周转率	2.08	2.61	2.49	2.43
留存收益	311.80	454.29	642.50	890.97	存货周转率	1.00	1.16	1.12	1.08
归属母公司股东权益	801.35	943.84	1132.05	1380.52	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.78%	—	—	—
少数股东权益	-2.40	-15.55	-34.05	-58.70	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>798.95</b>	<b>928.29</b>	<b>1098.00</b>	<b>1321.82</b>	资产负债率	17.07%	18.34%	26.36%	29.12%
负债和股东权益合计	963.42	1136.72	1491.06	1864.98	带息债务/总负债	11.91%	17.15%	38.53%	41.38%
					流动比率	4.74	4.57	3.31	3.08
					速动比率	3.43	3.01	2.13	1.96
					股利支付率	0.00%	8.64%	14.22%	15.01%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.33	0.77	1.08	1.44
					每股净资产	3.96	4.66	5.59	6.82
					每股经营现金	0.08	0.28	-0.17	0.12
					每股股利	0.00	0.07	0.15	0.22
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	67.46	158.11	221.96	295.37					
PE	66.00	28.50	20.26	15.20					
PB	5.55	4.71	3.93	3.22					
PS	10.24	6.75	4.84	3.69					
EV/EBITDA	62.20	26.25	18.99	14.32					
股息率	0.00%	0.30%	0.70%	0.99%					

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

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
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 指数涨幅介于-10%与-20%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

### 行业评级

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  
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
上海	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
	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
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@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
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@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	yyi@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