

恒为科技 (603496. SH)

运营商网络可视化龙头企业，业绩弹性充足

增持

核心观点

运营商网络可视化龙头企业，智能系统平台业务空间充足。公司网络可视化业务主要提供可视化基础架构产品，并逐步向后端业务应用子系统发展。公司可视化业务在运营商领域已居龙头地位，在近期中国移动集采中已成为第一中标候选人。智能系统平台业务为公司另一主营业务，主要包括智能计算、智能网络与智慧网络三大方向。公司与相关领域的行业龙头企业如新华三等建立合作关系，产品逐渐建立了市场口碑与行业影响力。

网络可视化：受益流量增长，需求弹性有望释放。流量增长驱动网络可视化产品需求增加与速率升级。随着5G建设高峰走向尾声，各个网络层级的管理需要同步跟进；且5G进入深化应用阶段，流量增长有望持续。同时，运营商资本开支有线侧结构占比也有望提升。基于此，运营商、政府等下游客户有望逐渐释放招标采购需求，下游需求弹性较强。

智能系统平台：受益国产信息化发展，拓展智慧物联场景。外部环境刺激与政策推动进一步提高我国对于核心技术自主可控的重视程度，国产信息化有望加速发展。公司15年开始布局相关领域，产品应用于信创产业多个细分领域，且与国产飞腾、盛科、兆芯等芯片厂商建立合作伙伴关系，有望充分受益。并且21年公司募投项目布局产能，奠定长期增长基础。除此以外，公司积极拓展智慧物联场景，培育出智能巡检机器人、光伏清扫机器人等产品及业务。近期公司设立子公司，加速向新能源运维领域方向发展。

短期业绩受疫情影响，业绩弹性充足。2022年前三季度，公司收入与归母净利润均有不同程度的同比下滑。主要由于上半年疫情影响上海总部的正常研发与市场活动，叠加物流不畅等因素，致使部分订单的产品交付和市场项目的实施进展延迟。随着下游需求回暖和订单交付，公司业绩弹性充足。以三季度为例，据公司公告，22Q3可视化业务增长较快，推动单季度收入（2.14亿元）同环比均显著增长，仅略低于上半年水平，也彰显可视化需求弹性。

风险提示：下游需求改善不及预期，新业务拓展不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级。

预计22-24年公司收入分别为8.0/11.8/16.4亿元，同比+18%/48%/39%；归母净利润分别为0.8/1.1/1.5亿元，同比+43%/44%/39%；每股收益分别为0.34/0.48/0.67元，当前股价对应PE分别为46/32/23倍。公司网络可视化业务下游需求弹性有望释放，智能系统平台业务受益国产信息化趋势，首次覆盖，给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	533	678	797	1,179	1,641
(+/-%)	22.8%	27.2%	17.6%	47.9%	39.2%
净利润(百万元)	36	53	76	110	152
(+/-%)	-46.0%	46.8%	42.8%	43.7%	39.1%
每股收益(元)	0.18	0.23	0.34	0.48	0.67
EBIT Margin	4.6%	2.4%	4.8%	5.7%	7.0%
净资产收益率(ROE)	4.5%	4.6%	6.2%	8.4%	10.8%
市盈率(PE)	84.1	65.0	45.5	31.7	22.8
EV/EBITDA	103.0	140.5	66.1	47.2	33.6
市净率(PB)	3.76	2.96	2.83	2.66	2.46

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

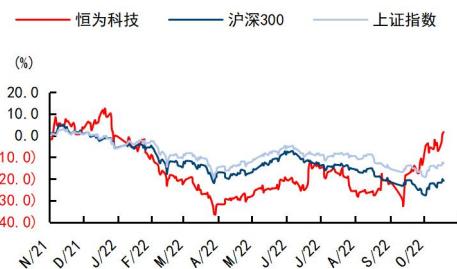
通信·通信设备

证券分析师：马成龙 021-60933150 machenglong@guosen.com.cn S0980518100002
联系人：袁文翀 021-60375411 yuanwenchong@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	增持(首次覆盖)
合理估值	
收盘价	15.24元
总市值/流通市值	3475/3475百万元
52周最高价/最低价	17.06/8.98元
近3个月日均成交额	93.87百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

网络可视化前端设备领先厂商

历史沿革与主营业务：网络可视化与智能系统平台

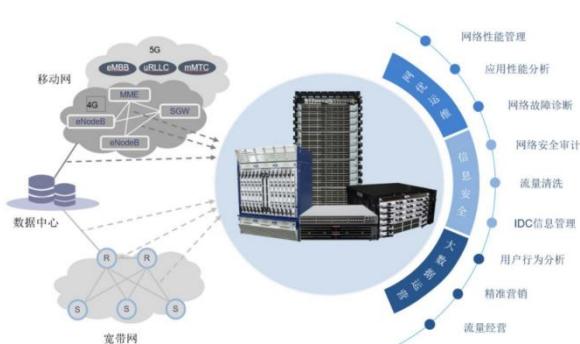
恒为科技前身成立于 2003 年 3 月，于 2017 年上市。公司是国内领先的网络可视化基础架构以及智能系统平台提供商之一。从产品来看：

公司网络可视化业务布局主要为前端硬件设备：公司网络可视化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，除还原解析和存储子系统外，上述设备均属于网络可视化前端硬件设备；公司也正在逐步覆盖业务子系统。公司在该领域行业领先，以移动集采为例，公司份额已提升到 40-50%。（详见表 3）

公司的智能系统平台业务主要包括面向专用领域的基于 ATCA、VPX、CPCI、COM-E 等行业标准的、或客户定制化的智能系统平台产品，以及各类通用领域的信息化平台产品，主要分为智能计算、智能网络和智慧物联三大类。

2021 年，公司网络可视化业务实现收入 3.2 亿元，智能系统平台业务实现收入 3.4 亿元；不过可视化业务具有较高的毛利率水平，盈利贡献较大。

图1：公司网络可视化业务



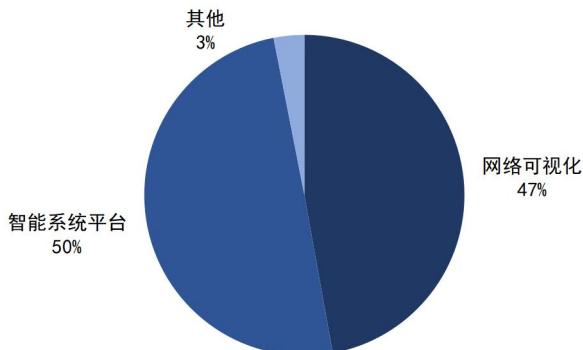
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司智能系统平台典型产品



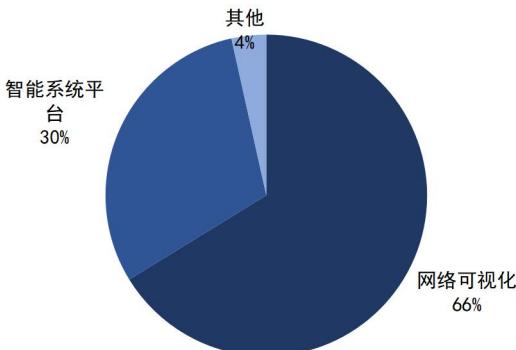
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：公司业务结构（2021）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司毛利结构（2021）

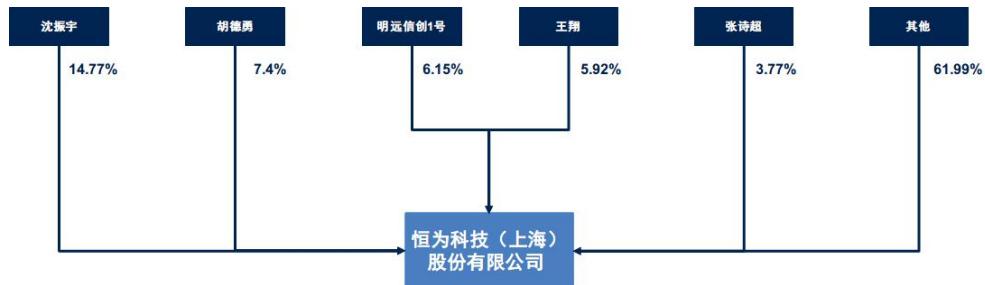


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

股权结构与管理层：管理层稳定且经验丰富

公司的控股股东和实际控制人均为自然人沈振宇、胡德勇、王翔，截至 22Q3，沈振宇直接持有公司 14.77% 的股份，为第一大股东，胡德勇直接持股比例为 7.4%，王翔直接持股比例为 5.92%。

图5：恒为科技股权结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：截至 22Q3

公司管理层稳定，行业经验丰富。公司创始团队至今仍担任公司管理层，整体任职时间长，管理层稳定。并且网络可视化设备属于电信级设备，需要相关团队对于以太网交换设备、移动空口、通信基站等通信系统核心技术有深刻的理解，长期耕耘下公司管理层积累有丰富的技术、市场等行业经验。

表1：公司董事、管理层及部分核心技术人员

姓名	职务	学历	简介
沈振宇	董事长，董事，总经理	本科	曾就职于上海龙林通信技术有限公司，上海亿索网络技术有限公司；2004 年起担任上海恒为信息科技有限公司副总经理，总经理；2014 年 12 月起担任恒为科技(上海)股份有限公司第一届，第二届董事会董事长，总经理。
胡德勇	董事，副总经理	本科	曾就职于深圳市中兴通讯股份有限公司，上海亿索网络技术有限公司；2004 年起担任上海恒为信息科技有限公司副总经理，总工程师；2014 年 12 月起担任恒为科技(上海)股份有限公司第一届，第二届董事会董事，副总经理。
王翔	董事，副总经理，董事会秘书	本科	曾就职于上海龙林通信技术有限公司，AMCC 公司，上海亿索网络技术有限公司；2003 起担任上海恒为信息科技有限公司副总经理；2014 年 12 月起担任恒为科技(上海)股份有限公司第一届，第二届董事会董事，董事会秘书，副总经理。
严德铭	董事	专科	曾就职于上海机械学院，上海工业大学，上海大学，上海银华信息工程公司，上海复旦金仕达计算机公司。2000 年至今任上海市软件行业协会副秘书长；2014 年 12 月起担任恒为科技(上海)股份有限公司第一届，第二届独立董事。
黄明伟	副总经理	本科	曾就职于深圳华成峰实业有限公司，深圳汉腾科技有限公司；2012 年起担任上海恒为信息科技有限公司副总经理；2014 年 11 月至今任恒为科技(上海)股份有限公司副总经理。
张诗超	副总经理	硕士	曾就职于上海龙林通信技术有限公司，上海亿索网络技术有限公司；2003 年起担任上海恒为信息科技有限公司产品经理，销售经理，销售总监，副总经理；2014 年 11 月至今任恒为科技(上海)股份有限公司副总经理。
秦芳	财务总监	专科	曾就职于上海贝尔阿尔卡特移动通信系统有限公司，美通无线(上海)有限公司，上海恒河通信技术有限公司；2008 年 9 月~2014 年 11 月任上海恒为信息科技有限公司财务经理；2014 年 11 月至今任恒为科技(上海)股份有限公司财务总监。

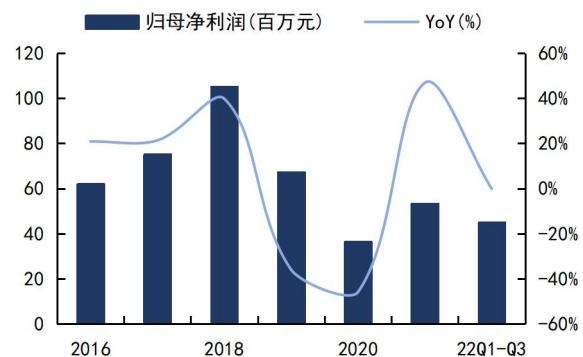
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

财务状况：疫情影响短期业绩，网络可视化重回增长轨道

公司 2022 年业绩受疫情影响较大。公司 2022 年前三季度业绩受上海疫情影响较大，影响了公司上海总部的正常研发与市场活动，叠加物流不畅等因素，致使部分订单的产品交付和市场项目的实施进展延迟。据公司公告，22Q3 可视化订单释放幅度较大，单季度收入仅略低于上半年水平，同环比增速均显著回暖，彰显可视化下游需求弹性。

图6: 公司营业收入 (百万元) 及同比增长

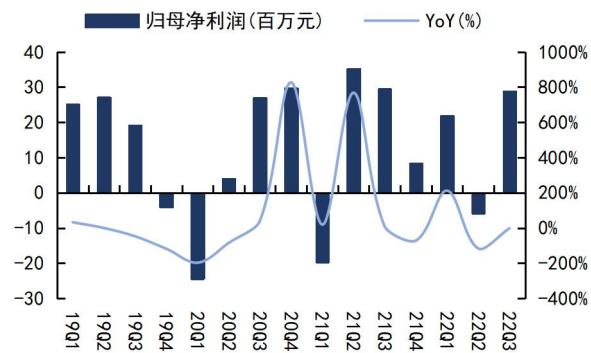

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司归母净利润 (百万元) 及同比增长


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司单季度营业收入 (百万元) 及同比增长


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 公司归母净利润 (百万元) 及同比增长


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

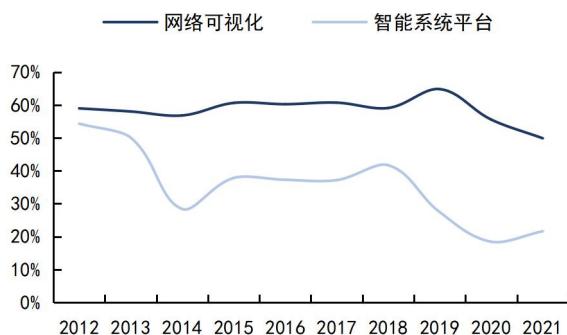
分业务来看, 可视化业务重回增长轨道。可视化业务在经历 19-20 年两年衰退后, 21 年重回增长轨道; 22H1 由于疫情影响公司公司业务普遍衰退, 但根据公司三季报透露, 22Q3 网络可视化收入较去年同期大幅增加。

图10: 通信业务成为盈利提升的主要驱动力 (毛利, 百万元)


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

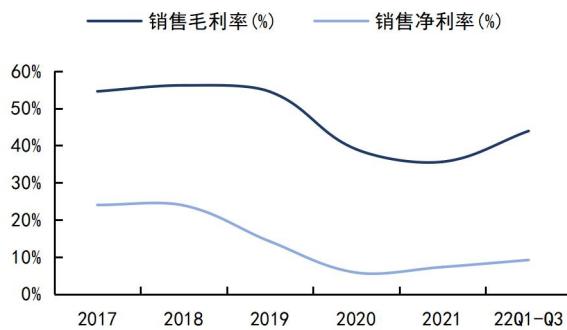
从盈利能力来看，可视化毛利率较高，业务结构变化影响盈利能力表现。近年来，网络可视化业务的毛利率约在 50-60%，智能系统平台业务毛利率约在 20%左右。因此公司业务结构的变化对整体盈利能力有较大影响——2021 年公司智能系统平台收入超过可视化业务收入，毛利率环比下降 3.4pct 至 35.6%。

图11：公司分业务毛利率情况



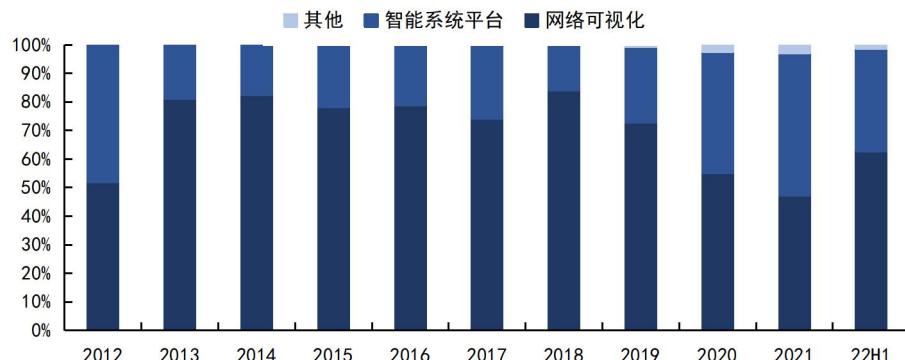
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图12：公司毛利率与净利率情况



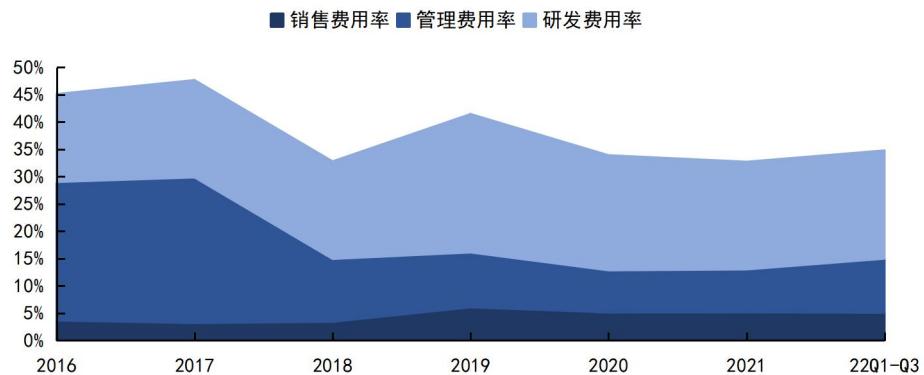
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：公司互联网业务主要面向国内市场，基于此计算通信业务海内外毛利率水平

图13：公司业务结构历史变动



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

费用方面，公司重视研发，产品技术属性也要求较高研发投入。如前文所述，可视化等产品属于电信级产品，对技术要求较高；且产品定制化属性较强，需要公司持续加强研发投入。因此公司费用率中，研发费用率始终维持 15-25%左右的较高水平，保证公司技术竞争力。

图14: 公司三大费用率情况


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

受益于上游芯片短缺压力减轻, 采购成本支出减少, 经营现金流返正。可视化产业链上游为芯片及相关元器件, 2021 年持续的芯片短缺加大采购支出; 受益于芯片短缺的逐渐缓解, 公司前三季度采购支出同比减少, 经营现金流返正。

图15: 公司现金流情况 (百万元)


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

网络可视化：受益流量增长，需求弹性释放

网络数据空间的“摄像头”，流量增长受益环节

公司网络可视化业务主要集中于基础硬件设备，重点聚焦可视化前端，同时向后端拓展。公司为网络可视化系统提供基础设备、核心组件及应用解决方案，包括一系列不同形态的设备、模块、以及相关软件和应用系统等产品。公司产品主要部署在运营商宽带骨干网、移动网、IDC 出口、以及企业和行业内部网络等不同场景，在其主要网络节点通过多种物理链路信号采集技术，进行全流量数据采集，对获取的大规模流量数据进行多维度、多方式的处理分析和信息挖掘。目前，公司网络可视化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，并已逐步覆盖业务子系统（详见图 1）。

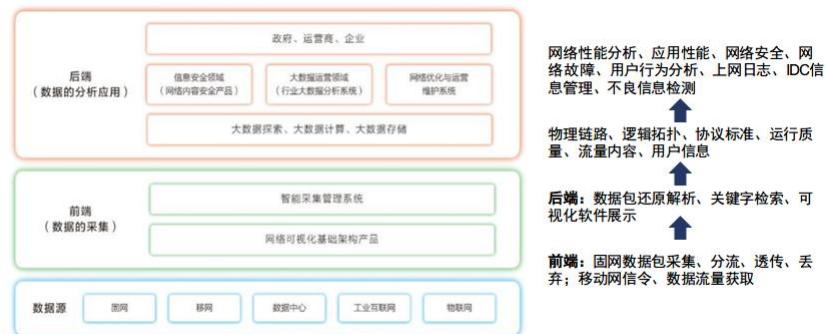
表2：典型的网络可视化系统组成

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 TAP 设备、光 TAP 设备、协议转换采集设备、旁路采集设备、串联采集设备
	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
	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：招股说明书，国信证券经济研究所整理

网络可视化是网络管理的一种技术手段，类似于网络数据空间的“摄像头”。网络可视化产业是基于 DPI (Deep Packet Inspection, 深度包检测) 等技术所发展起来的相关产业。具体来说，网络可视化是指以网络流量的采集与深度检测为基本手段，综合各种网络处理与信息处理技术，对网络的物理链路、逻辑拓扑、运行质量、协议标准、流量内容、用户信息、承载业务等进行监测、识别、统计、展现、管控，进而大数据分析与挖掘，实现网络管理、信息安全与商业智能的一类应用系统。

图16: 网络可视化系统一览

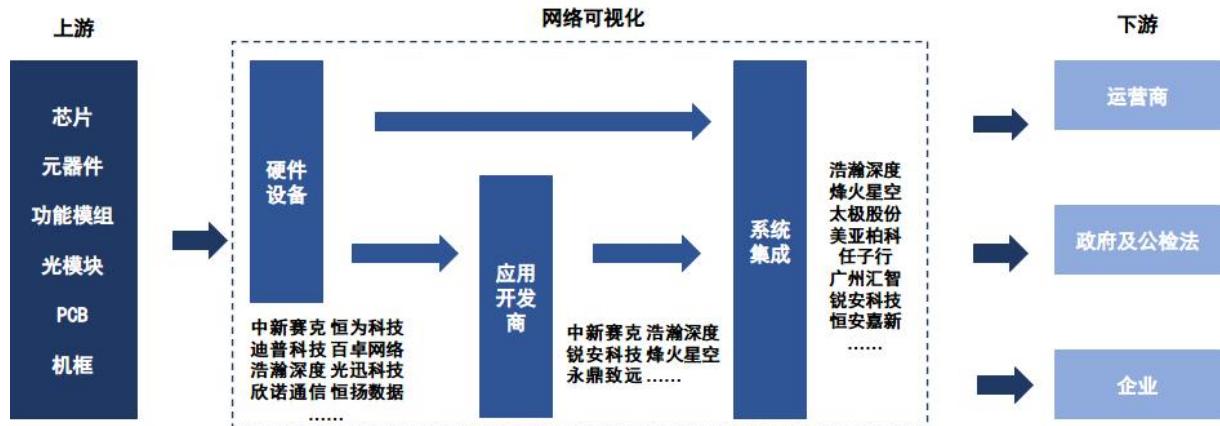


资料来源：浩瀚深度招股说明书，国信证券经济研究所整理

从产业链角度来看，网络可视化产业上游主要为 FPGA 等芯片及光模块、PCB 等相关元器件，下游主要面向运营商、公检法等政府部门及企业市场。网络可视化行业内市场参与者可分为基础硬件设备提供商、应用开发商与系统集成商，亦有部

分厂商垂直一体化发展。

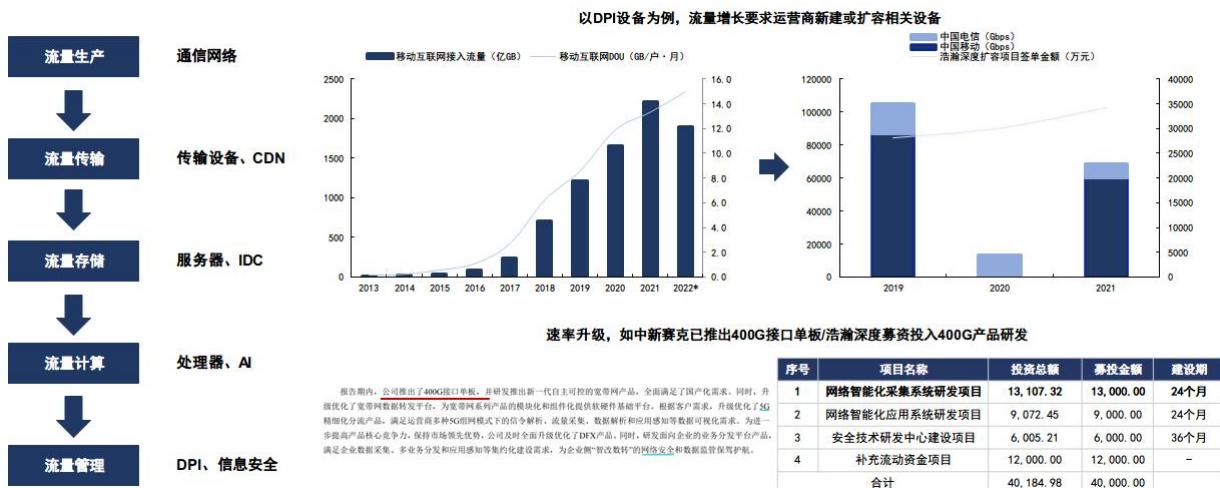
图17: 网络可视化产业链一览



资料来源：公司官网，浩瀚深度招股说明书，国信证券经济研究所整理

网络可视化是流量增长的受益环节，体现在需求增长与速率升级。可视化产品用于网络管理，后者是数据流量增长的受益环节。主要体现在两方面：（1）数据流量持续增长，原有的前端容量有限，需要扩容与新建。（2）流量增长也要求可视化设备的处理速率不断提升。5G 承载带端需求大幅提升、大型数据中心的互联网络建设，使原有 100G 产品难以满足需要，加速向 400G 等更高速率升级。

图18: 网络可视化是流量增长的受益环节



资料来源：工信部，公司公告，浩瀚深度招股说明书，国信证券经济研究所整理

运营商与政府侧需求弹性较大

从近期催化来看，招标弹性较为充足。随着 5G 建设高峰在 2022 年走向尾声，各个网络层级的管理需要同步跟进，且 5G 进入深化应用阶段，流量增长有望加速持续。基于此，运营商、政府等下游客客户释放招标采购需求，例如据中新赛克招股说明书与公告，17-19 年，公司与移动、联通及电信分别签订有相关订单，进入 2022 年公司再次与中国电信子公司、中国移动分别签订 5279 万和约 2 亿合同（含

税），需求弹性较 2021 年显著增长。

图19: 恒为科技中标项目招标金额（万元）



图20: 中新赛克中标项目招标金额（万元）



资料来源：公司公告，天眼查，采招网，国信证券经济研究所整理；注：① 招标金额根据实际投标报价及份额计算；若无份额数据则采用投标报价均值；若无实际投标报价及份额数据，则采用招标预算或招标最高限价。② 分类基于采购人，运营商类主要为三大运营商采购，公检法类主要包括采购人为国有企业、政府部门及科研院所等的相关项目。③ 后同

资料来源：公司公告，天眼查，采招网，国信证券经济研究所

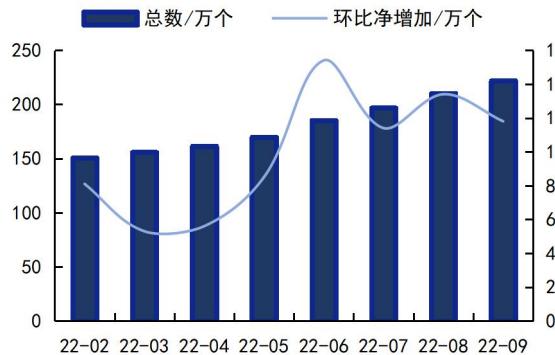
表3: 中国移动近年汇聚分流设备集采情况（万元，个）

时间	项目	标包	中标候选人	投标报价	中标份额	中标金额	采购数量	最高限价
2021	中国移动 2021 年至 2022 年汇聚分流设备集中采购	标包一：盒式基光迅科技本功能设备	恒为科技	1732.64	40%			
			欣诺通信	1696.24	30%	1637.28	278	3053.13
			百卓网络	1328.84	20%			
			恒为科技	1695.80	10%			
			恒为科技	1741.95	40%			
		标包二：盒式高欣诺通信级功能设备	恒为科技	2006.55	30%	1963.32	630	3148.74
			百卓网络	2097.90	20%			
			光迅科技	2449.94	10%			
			恒为科技	249878.00	50%			
			浩瀚深度	29983.02	30%	30305.26	377	53854.15
2020	中国移动 5G 上标包三：汇聚分百卓网络网日志留存系统流设备	标包三：插卡高光迅科技级功能设备	光迅科技	31856.78	20%			
			恒为科技	30016.60	40%			
			恒为科技	27002.09	30%	27893.27	640	36360.00
			光迅科技	25979.37	20%			
			博瑞得	25901.34	10%			
2019	中国移动 2019 年至 2020 年汇聚分流设备集中采购	标包一：盒式基中创信科本功能设备	恒为科技	2791.54	40%			
			恒为科技	2326.29	30%	3019.24	1型：819 2型：161	12394.06
			恒为科技	4018.13	20%			
			博瑞得	4011.08	10%			
			光迅科技	2884.92	40%			
		标包二：盒式高百卓网络级功能设备	恒为科技	3123.51	30%	3261.57	829	16597.53
			恒为科技	3879.72	20%			
			博瑞得	3946.04	10%			
			光迅科技	11635.51	50%			
			恒为科技	17235.14	30%	14552.72	131	34013.63
2019	中国移动 NFV 网标包一：盒式络一期上网日志留存系统工程汇标包二：插卡式恒为科技聚分流设备采购	标包一：盒式高宜通世纪	宜通世纪	17822.14	20%			
			恒为科技	123.01	100%	123.01	32	
		标包二：插卡式恒为科技	恒为科技	795.60	100%	795.60	29	

资料来源：中国移动，采招网，国信证券经济研究所；注：中标金额基于投标报价与份额计算

运营商有线侧资本开支比例有望提升。随着国内 5G 建设高峰在 2022 年基本结束，后续运营商资本开支结构中有线侧占比有望提升，也有望带动后续招标复苏。

图21：我国 5G 基站建设情况（万个）



资料来源：工信部，国信证券经济研究所整理

图22：以电信为例，运营商 5G 相关资本开支比例下降



资料来源：中国电信，国信证券经济研究所整理

除此以外，网信、政府侧网络安全建设需要有望进一步释放。网络可视化也契合我国网络安全建设需要。数字经济发展下，数据作为生产要素将被进一步开发，而数据安全成为发展的重要关注之一。例如在“十四五”数字经济发展规划中明确提出了强化数字经济安全体系，包括网络安全基础设施建设等。

表4：我国网络安全相关政策

时间	政策	发文部门	相关内容
2022 年	《“十四五”数字经济发展规划》	国务院	着力强化数字经济安全体系。增强网络安全防护能力，强化落实网络安全技术措施同步规划、同步建设、同步使用的要求，确保重要系统和设施安全有序运行。加强网络安全基础设施建设。
2021 年	《中华人民共和国数据安全法》	全国人大常委会	规范数据处理活动，保障数据安全，促进数据开发利用，要点包括建立健全数据交易管理制度、规范数据交易行为、培育数据交易市场等。
2019 年	《信息安全技术网络安全等级保护基本要求》	中国国家标准化管理委员会、国家市场监督管理总局	针对云计算、移动互联、物联网、工业控制和大数据等新技术、新应用领域的个性安全保护需求提出安全扩展要求，形成新的网络安全等级保护基本要求标准。
2018 年	《关于推动资本市场服务网络强国建设的指导意见》	网信办、证监会	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 A 股市场实现首次公开发行和再融资，推动网信企业并购重组，鼓励网信企业通过并购重组完善产业链条。
2018 年	《网络安全等级保护条例（征求意见稿）》	公安部	网络安全等级保护工作应当按照突出重点、主动防御、综合防控的原则，建立健全网络安全防护体系，重点保护涉及国家安全、国计民生、社会公共利益的网络基础设施安全、运行安全和数据安全。
2016 年	《中华人民共和国网络安全法》	全国人大常委会	为保障网络安全，维护网络空间主权和国家安全、社会公共利益，保护公民、法人和其他组织的合法权益，促进经济社会信息化健康发展制定。
2016 年	《互联网信息安全管理规定及运行维护管理办法（试行）》	工信部	指导各地通信管理局以及互联网接入类企业规范做好互联网信息安全管理系统的使用与运行维护管理工作。
2015 年	《中华人民共和国国家安全法》	全国人大常委会	对政治安全、国土安全、军事安全、经济安全、信息安全等 11 个领域的国家安全任务进行了明确。

资料来源：国务院、证监会等官网，国信证券经济研究所整理

智能系统平台：受益国产信息化，拓展智慧物联

公司的智能系统平台业务主要包括面向专用领域的基于 ATCA、VPX、CPCI、COM-E 等行业标准的、或客户定制化的智能系统平台产品，以及各类通用领域的信息化平台产品。为无线网络、信息安全、通信设备、工业互联网、云计算与数据中心以及各类信息化领域提供可集成、可二次开发的系统平台或解决方案。在该领域，公司聚焦于为客户提供“国产化和智能化结合”的软硬件平台解决方案，目前产品分为智能计算、智能网络和智慧物联三大类：

智能计算主要包括嵌入式智能计算、通用智能计算及云计算；**智能网络**业务主要面向数据通信、网络安全等市场领域以及其智能化演进方向；**智慧物联**是公司培育和孵化的新业务方向，目前公司已在智慧物联板块中培育出轨道交通智能巡检机器人及智慧安防等业务，同时正积极拓展能源、水务、电力、石化、光伏等市场领域。

近年来，公司在智能系统平台领域确立了以国产信息化为核心的发展战略，与飞腾、盛科、兆芯等国产芯片厂商建立深度合作伙伴关系，覆盖了计算、网络、存储、安全等 IT 基础设施和各类智能系统领域的市场需求。

图23: 公司智能系统平台产品



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司 2021 年定增落地，募投项目提升制造能力项目。公司 2021 年定增落地，募集资金中 6195 万元用于国产自主信息化技术升级与产品研发项目、1.8 亿元用于新建年产 30 万台网络及计算设备项目。

表5: 公司非公开发行股票募投项目（万元）

序号	项目名称	投资总额	调整后拟使用募集资金
1	面向 5G 的网络可视化技术升级与产品研发项目	10088	0
2	国产自主信息化技术升级与产品研发项目	7195	6195
3	新建年产 30 万台网络及计算设备项目	29717	18000
4	补充流动资金	18000	10010.56
合计		65000	34205.56

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

受益国产信息化趋势，数字化、智能化前景广阔

外部不确定性刺激与政策重视度高，国产信息化加速发展。2022年7月以来，美国先后实施“芯片法案”、限制高性能GPU/14nm及以下制程半导体设备出口等逆全球化政策。在外部环境刺激下，国产核心自主可控需求日益凸显，国家也高度重视，对于“卡脖子”问题和自主可控的要求日益加速。

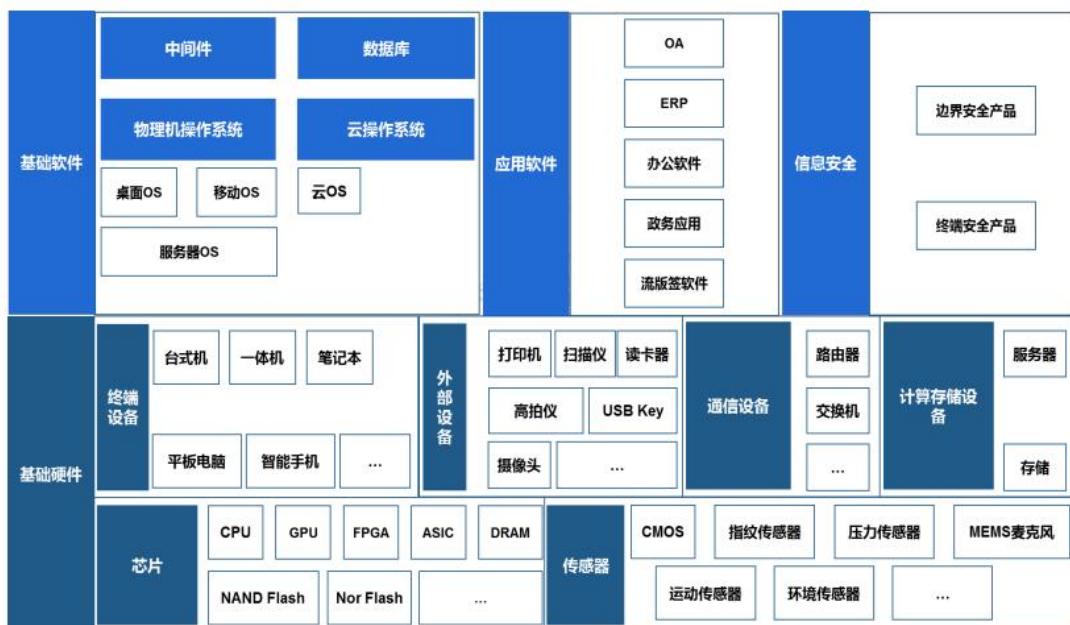
表6：外部环境刺激与国内政策重视，国产信息化加速推进

类别	时间	事件
外部刺激	2022年7月	美国总统拜登签署《2022年芯片和科学法案》。
	2022年7月	美国商务部禁止美国半导体设备制造商向中国提供可用于14nm以下制程芯片制造的设备。
	2022年9月	英伟达表示被美国政府要求限制向中国出口两款被用于加速人工智能任务的最新两代旗舰GPU计算芯片A100和H100。
国内政策	2021年12月	国务院发布《“十四五”数字经济发展规划》
	2022年4月	习总书记发表《加快建设科技强国 实现高水平科技自立自强》重要讲话
	2022年6月	国务院印发《关于加强数字政府建设的指导意见》

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司国产信息化投入较长，有望受益。公司2015年开始投入国产信息化，大力投入国产自主信息化相关的硬件、基础软件以及系统级产品与解决方案的开发。一方面，公司产品应用于多个信创领域，另一方面公司也与飞腾、盛科、兆芯等国产自主芯片厂商建立深度合作伙伴关系，有望充分受益国产信息化加速发展趋势。

图24：信创产业体系全景图



资料来源：《2021年信创产业发展报告》，国信证券经济研究所整理

图25: 采用龙芯处理器的CPCI板卡产品



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图26: 采用飞腾处理器的网络安全平台产品



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

拓展智慧物联，向新能源运维业务发展

智慧物联是公司培育和孵化的新业务方向，目前公司已在智慧物联板块中培育出轨道交通智能巡检机器人及智慧安防等业务，同时正积极拓展能源、水务、电力、石化、光伏等市场领域，加大**智能巡检机器人**、**光伏清扫机器人**在市场的投放力度。

图27: 公司智能巡检解决方案



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

设立子公司，向新能源运维方向发展。2022年10月，公司设立子公司恒益智慧能源，主要开展新能源领域的运维管理、优化提效、调度分配等业务，为新能源领域市场提供包括产品、系统、服务在内的整体解决方案。

盈利预测与投资建议

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

(1) 网络可视化业务：根据公司公告，三季度公司网络可视化业务实现快速增长。考虑到后续可视化业务下游运营商及政府侧需求弹性有望释放，公司作为可视化基础架构领先供应商有望受益。基于此，预计公司 22-24 年网络可视化营业收入增速分别为 30%/40%/35%；同时，随着芯片短缺的缓解，公司可视化业务毛利率有望有所回暖。

(2) 智慧平台业务：2022 上半年的局部疫情及供应链紧张对公司相关业务产生一定负面影响，预计 2022 年全年实现平稳增长。公司相关业务持续受益于国产信息化需求，并且加大智能巡检机器人、光伏清扫机器人等创新业务的市场投放力度。基于此，预计公司 22-24 年智慧平台业务营业收入增速分别为 5%/60%/45%。毛利率方面由于业务结构的调整及芯片等原材料短缺缓解，有所提升。

(3) 其他业务：假设其他业务收入与毛利率维持稳定。

表7：恒为科技业务拆分

	2021	2022E	2023E	2024E
网络可视化业务				
收入（百万元）	319.2	414.9	580.9	784.2
增速（%）	9%	30%	40%	35%
毛利率（%）	50%	53%	53%	53%
智能系统平台业务				
收入（百万元）	336.6	353.4	565.5	820.0
增速（%）	49%	5%	60%	45%
毛利率（%）	22%	22%	23%	23%
其他业务				
收入（百万元）	20.8	27.1	29.8	32.8
增速（%）	57%	30%	10%	10%
毛利率（%）	40%	35%	35%	35%
合计				
总营收（百万元）	676.6	795.5	1176.2	1637.0
增速（%）	27%	18%	48%	39%
毛利率（%）	36%	39%	38%	38%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

投资建议

综上所述，预计 22-24 年公司分别实现营业收入 8.0/11.8/16.4 亿元，同比+18%/48%/39%；归母净利润分别为 0.8/1.1/1.5 亿元，同比+43%/44%/39%；每股收益分别为 0.34/0.48/0.67 元，当前股价对应 PE 分别为 46/32/23 倍。可比公司 22-23 年平均 PE 分别为 42/34 倍，公司估值基本持平行业平均水平。公司网络可视化业务下游需求弹性有望释放，智能系统平台业务受益国产信息化趋势，首次覆盖，给予“增持”评级。

表8: 同类公司估值比较 (2022年11月16日)

公司 代码	公司 名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
603496.SH	恒为科技	增持	15.2	35	0.23	0.34	0.48	65.0	45.5	31.7
同类公司:										
002912.SZ	中新赛克	买入	32.8	56	0.32	0.61	0.68	103.0	53.6	48.6
300768.SZ	迪普科技	无评级	15.9	102	0.72	0.42	0.57	57.3	37.4	27.7
300188.SZ	美亚柏科	无评级	14.0	113	0.39	0.40	0.53	44.7	34.7	26.6
平均								68.3	41.9	34.3

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测; 中新赛克、迪普科技、美亚柏科采用 Wind 一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	155	333	234	200	200	营业收入	533	678	797	1179	1641
应收款项	309	265	311	460	641	营业成本	325	437	489	727	1020
存货净额	402	534	563	873	1225	营业税金及附加	3	4	4	6	8
其他流动资产	20	28	24	35	49	销售费用	27	35	40	59	78
流动资产合计	886	1197	1171	1607	2153	管理费用	41	53	68	94	116
固定资产	163	193	222	233	243	研发费用	112	134	157	226	304
无形资产及其他	4	16	16	15	14	财务费用	(2)	3	(3)	2	13
投资性房地产	84	170	170	170	170	投资收益	5	23	15	30	30
长期股权投资	31	39	39	39	39	资产减值及公允价值变动	12	37	15	15	15
资产总计	1169	1615	1617	2063	2618	其他收入	(120)	(153)	(152)	(226)	(304)
短期借款及交易性金融负债	94	121	78	266	517	营业利润	36	54	76	109	148
应付款项	196	284	269	436	617	营业外净收支	(0)	(0)	0	0	4
其他流动负债	64	30	41	60	84	利润总额	36	54	76	109	152
流动负债合计	353	435	388	763	1218	所得税费用	5	4	5	8	11
长期借款及应付债券	1	0	0	0	0	少数股东损益	(5)	(4)	(6)	(8)	(11)
其他长期负债	3	5	5	5	5	归属于母公司净利润	36	53	76	110	152
长期负债合计	4	5	5	5	5	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	357	441	393	768	1224	净利润	36	53	76	110	152
少数股东权益	(3)	(0)	(4)	(9)	(17)	资产减值准备	(8)	(0)	16	2	1
股东权益	815	1174	1228	1304	1411	折旧摊销	9	12	20	23	25
负债和股东权益总计	1169	1615	1617	2063	2618	公允价值变动损失	(12)	(37)	(15)	(15)	(15)
						财务费用	(2)	3	(3)	2	13
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	24	(125)	(59)	(283)	(340)
每股收益	0.18	0.23	0.34	0.48	0.67	其它	6	(3)	(20)	(7)	(9)
每股红利	0.11	0.08	0.10	0.14	0.20	经营活动现金流	55	(99)	18	(170)	(185)
每股净资产	4.06	5.15	5.39	5.73	6.19	资本开支	0	(77)	(50)	(20)	(20)
ROIC	3%	2%	3%	5%	6%	其它投资现金流	0	(38)	0	0	0
ROE	4%	5%	6%	8%	11%	投资活动现金流	(26)	(123)	(50)	(20)	(20)
毛利率	39%	36%	39%	38%	38%	权益性融资	0	346	0	0	0
EBIT Margin	5%	2%	5%	6%	7%	负债净变化	(4)	(1)	0	0	0
EBITDA Margin	6%	4%	7%	8%	9%	支付股利、利息	(23)	(18)	(23)	(33)	(46)
收入增长	23%	27%	18%	48%	39%	其它融资现金流	104	92	(44)	188	251
净利润增长率	-46%	47%	43%	44%	39%	融资活动现金流	52	399	(66)	156	205
资产负债率	30%	27%	24%	37%	46%	现金净变动	81	177	(98)	(34)	0
息率	0.7%	0.5%	0.7%	0.9%	1.3%	货币资金的期初余额	74	155	333	234	200
P/E	84.1	65.0	45.5	31.7	22.8	货币资金的期末余额	155	333	234	200	200
P/B	3.8	3.0	2.8	2.7	2.5	企业自由现金流	0	(175)	(53)	(217)	(228)
EV/EBITDA	103.0	140.5	66.1	47.2	33.6	权益自由现金流	0	(85)	(95)	(31)	11

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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。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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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