

增持

# 恒为科技（603496.SH）

经营环比改善，智算业务稳步推进

## 核心观点

**2023 年第三季度经营环比改善。**公司发布 2023 年三季报，2023 年前三季度实现营收 4.98 亿元，同比 7.68%；实现归母净利润 0.32 亿元，同比-29.23%。2023 年第三季度，公司实现营收 1.79 亿元，同比-16.01%，实现归母净利润 0.15 亿元，同比-48.11%。整体看，第三季度公司的营收和归母净利润环比第二季度均有改善（第二季度收入为 1.54 亿元，归母净利润为-0.68 亿元）。

**上半年中标中移动设备集采订单，下半年政府和企业侧业务有望进入增长态势。**2023 年上半年，公司中标中移动 2023-2024 年汇聚分流设备新建部分集采，中标金额和中标份额持续增长，进一步巩固了运营商市场的领先地位。与此同时，政府和企业侧的业务也保持了良好的增长态势。由于部分保有订单的收入确认推迟以及新增订单需要在下半年进入实施阶段，目前第三季度收入改善已经有所表现，预期四季度有望继续保持环比增长趋势。

**和中贝通信、华为等达成合作，在智算市场开启业务，有望成为公司未来新的业务增长点。**第三季度，一方面 7 月公司与中贝通信宣布合作，并拟成立合资公司，合资公司主要业务为投资建设智算中心，在三季度启动，计划提供不低于 500P 的算力运营服务能力；另一方面，9 月深圳市前海管理局与华为、恒为科技、海南怡和中能投资有限公司签署四方战略合作协议，将在前海设立深港人工智能算力中心，加快推进深港算力基础设施、网络体系、安全体系、运营体系等建设，为深港人工智能企业提供 AI 算力资源供给、算力调度、算力验证及适配等专业服务。在智算市场的业务合作有望给公司带来新的业务增长潜力。

**风险提示：**政府侧订单落地不及预期，智算业务进展不及预期。

**投资建议：**维持 2023-2025 盈利预测，维持“增持”评级。

考虑到公司的业务具备季节变动属性，收入集中在下半年确认，公司在第三季度收入已经实现环比提升，基于对于可视化市场在传统市场需求可持续性以及公司在智算市场的业务进展，我们维持 2023-2025 年公司盈利预测，分别为 1.1/1.5/2.0 亿元，对应 PE 分别为 107/77/59 倍。看好公司受益于 AI 智算市场需求长期增长，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	678	771	1,009	1,399	1,902
(+/-%)	27.2%	13.6%	30.9%	38.8%	35.9%
净利润(百万元)	53	76	110	152	200
(+/-%)	46.8%	42.6%	44.9%	37.9%	31.6%
每股收益(元)	0.23	0.33	0.34	0.48	0.63
EBIT Margin	2.4%	9.2%	7.2%	8.3%	8.7%
净资产收益率 (ROE)	4.6%	6.0%	8.2%	10.5%	12.6%
市盈率 (PE)	156.8	109.9	106.6	77.3	58.7
EV/EBITDA	316.6	105.5	128.6	87.7	65.9
市净率 (PB)	7.14	6.61	8.76	8.12	7.40

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

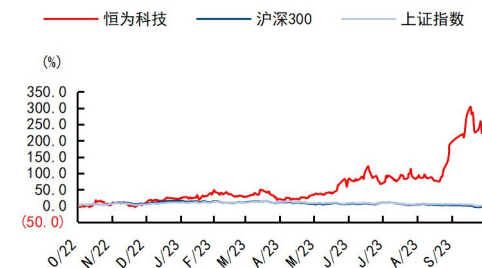
证券分析师：马成龙  
021-60933150  
machenglong@guosen.com.cn  
S0980518100002

证券分析师：朱锟旭  
021-60375456  
zhukunxu@guosen.com.cn  
S0980523060003

### 基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	33.08 元
总市值/流通市值	10593/10593 百万元
52 周最高价/最低价	42.99/12.80 元
近 3 个月日均成交额	848.47 百万元

### 市场走势

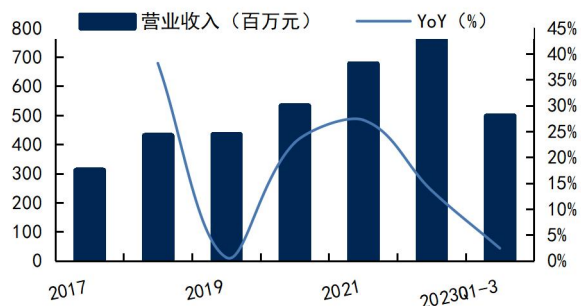


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

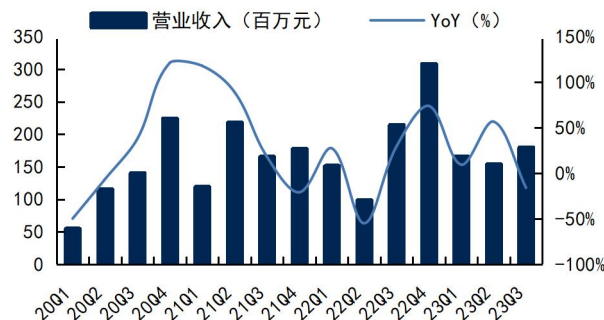
《恒为科技（603496.SH）-运营商网络可视化龙头企业，业绩弹性充足》——2022-11-17

图1：恒为科技营业收入及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图2：恒为科技单季营业收入及增速（单位：百万元、%）



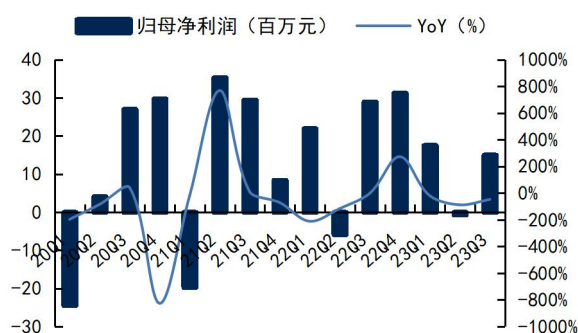
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图3：恒为科技归母净利润及增速（单位：百万元、%）



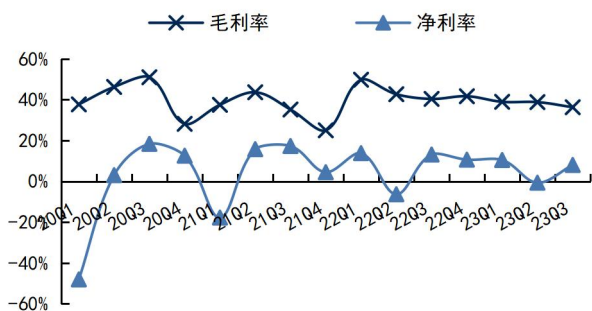
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图4：恒为科技单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



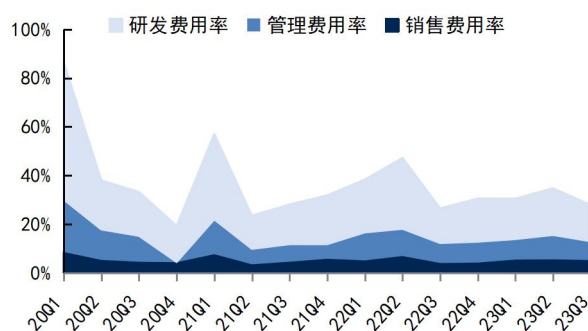
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图5：恒为科技单季度毛利率、净利率变化情况



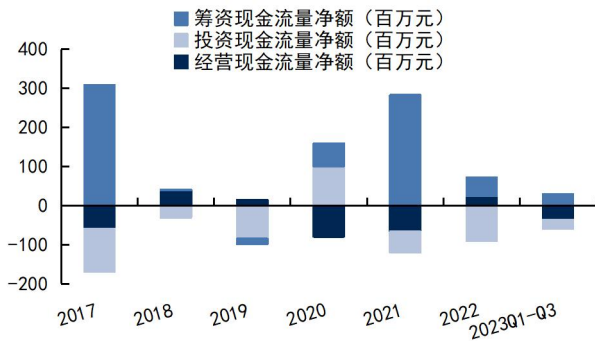
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图6：恒为科技单季度三项费用率变化情况



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图7: 恒为科技现金流量情况 (百万元)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 恒为科技存货及季度变动情况 (百万元)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

**投资建议:** 考虑到公司的业务具备季节变动属性, 收入集中在下半年确认, 公司在第三季度收入已经实现环比提升, 基于对于可视化市场在传统市场需求可持续性以及公司在智算市场的业务进展, 我们维持 2023-2025 年公司盈利预测, 分别为 1.1/1.5/2.0 亿元, 对应 PE 分别为 107/77/59 倍。看好公司受益于 AI 智算市场需求长期增长, 维持“增持”评级。

表1: 同类公司估值比较

证券代码	证券简称	投资评级	股价 (10月25日)	EPS (元)			PE			PB	总市值 (亿元)
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
603496.SH	恒为科技	买入	36.76	0.34	0.48	0.63	106.6	77.3	58.7	9.2	118
002912.SZ	中新赛克	无评级	29.72	1.00	1.47	2.02	29.8	20.2	14.7	3.1	51
300768.SZ	迪普科技	无评级	14.14	0.36	0.47	0.61	39.7	30.0	23.2	2.9	91
300188.SZ	美亚柏科	无评级	14.71	0.33	0.43	0.55	44.9	34.1	26.8	3.3	126
平均							38.1	28.1	21.6	3.1	

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测, 其中中新赛克、迪普科技、美亚柏科采用 Wind 一致预期数据

# 财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	333	301	200	250	250	营业收入	678	771	1009	1399	1902
应收款项	265	338	414	537	678	营业成本	437	439	597	839	1165
存货净额	534	450	572	785	1004	营业税金及附加	4	5	5	7	10
其他流动资产	28	17	25	35	48	销售费用	35	36	50	66	86
<b>流动资产合计</b>	<b>1197</b>	<b>1209</b>	<b>1314</b>	<b>1709</b>	<b>2082</b>	管理费用	53	72	91	120	153
固定资产	193	232	289	314	342	研发费用	134	146	192	252	323
无形资产及其他	16	15	15	14	14	财务费用	3	1	4	11	18
投资性房地产	170	190	190	190	190	投资收益	23	7	16	18	20
长期股权投资	39	61	61	61	61	资产减值及公允价值变动	37	43	30	35	40
<b>资产总计</b>	<b>1615</b>	<b>1708</b>	<b>1870</b>	<b>2289</b>	<b>2688</b>	其他收入	(153)	(197)	(192)	(252)	(323)
短期借款及交易性金融负债	121	222	311	540	686	营业利润	54	70	115	158	208
应付款项	284	126	159	224	314	营业外净收支	(0)	5	0	0	0
其他流动负债	30	87	50	70	97	<b>利润总额</b>	<b>54</b>	<b>75</b>	<b>115</b>	<b>158</b>	<b>208</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>435</b>	<b>434</b>	<b>520</b>	<b>835</b>	<b>1097</b>	所得税费用	4	(0)	6	8	10
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(4)	(1)	(2)	(2)	(3)
其他长期负债	5	8	8	8	8	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>53</b>	<b>76</b>	<b>110</b>	<b>152</b>	<b>200</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>5</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>					
<b>负债合计</b>	<b>441</b>	<b>443</b>	<b>529</b>	<b>843</b>	<b>1105</b>	净利润	53	76	110	152	200
少数股东权益	(0)	(1)	(2)	(4)	(7)	资产减值准备	(0)	23	0	4	4
股东权益	1174	1266	1343	1450	1590	折旧摊销	12	12	23	27	29
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1615</b>	<b>1708</b>	<b>1870</b>	<b>2289</b>	<b>2688</b>	公允价值变动损失	(37)	(43)	(30)	(35)	(40)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	3	1	4	11	18
每股收益	0.23	0.33	0.34	0.48	0.63	营运资本变动	(125)	(76)	(209)	(256)	(253)
每股红利	0.08	0.03	0.10	0.14	0.19	其它	(3)	(24)	(2)	(6)	(6)
每股净资产	5.15	5.56	4.19	4.53	4.97	<b>经营活动现金流</b>	<b>(99)</b>	<b>(31)</b>	<b>(107)</b>	<b>(113)</b>	<b>(66)</b>
ROIC	2%	6%	5%	7%	8%	资本开支	0	(116)	(50)	(20)	(20)
ROE	5%	6%	8%	11%	13%	其它投资现金流	(38)	(64)	0	0	0
毛利率	36%	43%	41%	40%	39%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(45)</b>	<b>(202)</b>	<b>(50)</b>	<b>(20)</b>	<b>(20)</b>
EBIT Margin	2%	9%	7%	8%	9%	权益性融资	0	1	0	0	0
EBITDA Margin	4%	11%	9%	10%	10%	负债净变化	(1)	0	0	0	0
收入增长	27%	14%	31%	39%	36%	支付股利、利息	(18)	(8)	(33)	(46)	(60)
净利润增长率	47%	43%	45%	38%	32%	其它融资现金流	360	217	89	229	146
资产负债率	27%	26%	28%	37%	41%	<b>融资活动现金流</b>	<b>322</b>	<b>202</b>	<b>56</b>	<b>183</b>	<b>86</b>
息率	0.2%	0.1%	0.4%	0.5%	0.7%	<b>现金净变动</b>	<b>177</b>	<b>(31)</b>	<b>(101)</b>	<b>50</b>	<b>0</b>
P/E	156.8	109.9	106.6	77.3	58.7	货币资金的期初余额	155	333	301	200	250
P/B	7.1	6.6	8.8	8.1	7.4	货币资金的期末余额	333	301	200	250	250
EV/EBITDA	316.6	105.5	128.6	87.7	65.9	企业自由现金流	0	(107)	(167)	(138)	(86)
						权益自由现金流	0	110	(82)	80	43

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所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