

公司研究

坚持技术创新，成长空间广阔

——恒为科技（603496.SH）跟踪报告之三

要点

2024 年营收实现增长：2024 年公司实现营业收入 11.17 亿元，同比增长 44.83%；实现归母净利润 0.27 亿元，同比下降 65.92%。2024 年公司受到网络可视化业务的运营商项目验收较慢，一部分收入无法确认在当期的原因，影响了收入和利润；以及近几年来受整体行业下行影响，公司客户受其客户拖欠款项导致项目资金回收不利等情况，导致公司应收款坏账计提大为增加，从而拖累了整体业绩。

网络可视化业务市场空间广阔：网络可视化的市场规模与网络流量增长、应用场景增加、设备更新换代等因素具有直接的关联性。5G 移动网建设将为整个信息技术产业带来巨大的变革，为网络可视化行业带来全新的要求。同时，工业互联网以及物联网产业在 5G、云计算、大数据、边缘计算等技术的推动下，正处于快速发展中。2024 年，伴随 5G 时代运营商网络可视化项目持续深入推进，同时得益于公司在政府行业的多年深耕和积累带来的相关订单落地与执行，公司在行业的竞争优势进一步显现。2024 年公司网络可视化业务收入 3.78 亿元，同比增长 0.71%，毛利率为 64.36%。

智能系统平台业务快速发展：国产信息化技术是近年来各行各业信息化、数字化发展的基础技术保障，呈现出快速增长的态势。同时，物联网、工业互联网、智能制造等应用场景，带来了泛在计算、泛在智能的需求。公司的智能系统平台业务，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，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、智算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。2024 年，受益于智算行业的快速发展，公司积极开展智算业务 AI 一体机等产品及服务逐步落地并确认收入，使得智能系统平台实现高速增长。2024 年公司智能系统平台业务收入 7.38 亿元，同比增长 88.26%，毛利率为 15.83%。

坚持技术创新：2024 年，公司以“技术创新”为导向，加大核心技术的研发投入，2024 年公司投入研发资金 1.42 亿元，占当年销售收入的 12.73%。公司注重自主研发技术的知识产权保护，及时申请专利、软件著作权和商标。截至 2024 年底，公司合计拥有软件著作权 189 项，专利 62 项（其中发明专利 49 项），分别比上一年度增加 18.13%和 29.17%。

盈利预测、估值与评级：2024 年公司受到收入确认以及整体行业下行影响，该影响可能持续。我们下调公司 25/26 年的归母净利润预测为 1.41/1.84 亿元，较前次下调幅度为 37%/39%，新增公司 2027 年归母净利润预测为 2.41 亿元，对应 PE 58/44/34X。我们看好公司的长期成长空间，维持“增持”评级。

风险提示：运营商项目需求不及预期；毛利率下降的风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	771	1,117	1,430	1,802	2,234
营业收入增长率	0.12%	44.83%	27.98%	26.01%	23.99%
净利润（百万元）	79	27	141	184	241
净利润增长率	3.36%	-65.92%	425.13%	30.69%	30.93%
EPS（元）	0.25	0.08	0.44	0.58	0.75
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.82%	1.97%	9.43%	11.20%	13.11%
P/E	104	305	58	44	34
P/B	6.0	6.0	5.5	5.0	4.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-15

增持（维持）

当前价：25.56 元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebscn.com

分析师：林仕霄

执业证书编号：S0930522090003

021-52523818

linshixiao@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	3.20
总市值(亿元):	81.85
一年最低/最高(元):	18.85/41.91
近 3 月换手率:	712.54%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-21.14	9.57	8.03
绝对	-27.03	8.54	15.16

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	771	1,117	1,430	1,802	2,234
营业成本	418	759	950	1,197	1,475
折旧和摊销	14	15	19	21	22
税金及附加	8	7	10	11	13
销售费用	43	47	71	90	112
管理费用	65	66	86	108	134
研发费用	141	142	143	180	223
财务费用	-3	0	3	5	7
投资收益	15	-1	3	5	6
营业利润	75	35	167	218	285
利润总额	77	34	167	218	285
所得税	0	8	25	33	43
净利润	78	26	142	185	242
少数股东损益	-1	-1	1	1	1
归属母公司净利润	79	27	141	184	241
EPS(元)	0.25	0.08	0.44	0.58	0.75

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	70	2	116	-6	18
净利润	79	27	141	184	241
折旧摊销	14	15	19	21	22
净营运资金增加	-18	224	119	296	343
其他	-4	-263	-162	-507	-589
投资活动产生现金流	-1	-18	-40	-97	-102
净资本支出	-45	-17	-50	-52	-58
长期投资变化	76	69	0	0	0
其他资产变化	-32	-70	10	-45	-44
融资活动现金流	73	-136	-171	159	150
股本变化	92	0	0	0	0
债务净变化	23	102	-161	199	203
无息负债变化	620	-541	46	83	93
净现金流	142	-151	-94	56	65

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	45.8%	32.0%	33.6%	33.6%	34.0%
EBITDA 率	21.1%	15.1%	17.4%	16.9%	17.0%
EBIT 率	19.1%	13.5%	16.0%	15.8%	16.0%
税前净利润率	10.0%	3.1%	11.7%	12.1%	12.8%
归母净利润率	10.2%	2.4%	9.9%	10.2%	10.8%
ROA	3.2%	1.3%	7.0%	7.5%	8.2%
ROE (摊薄)	5.8%	2.0%	9.4%	11.2%	13.1%
经营性 ROIC	13.3%	8.1%	12.1%	12.4%	12.9%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	44%	32%	26%	33%	38%
流动比率	1.83	2.37	2.92	2.35	2.11
速动比率	1.48	1.64	1.97	1.58	1.42
归母权益/有息债务	5.51	3.91	8.01	4.26	3.13
有形资产/有息债务	9.78	5.66	10.65	6.27	4.94

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	2,440	2,006	2,027	2,459	2,952
货币资金	443	309	214	270	335
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	430	461	590	743	921
应收票据	47	105	135	170	210
其他应收款 (合计)	1	9	11	14	18
存货	367	436	475	598	737
其他流动资产	10	16	22	30	39
流动资产合计	1,932	1,413	1,451	1,830	2,266
其他权益工具	10	6	6	6	6
长期股权投资	76	69	69	69	69
固定资产	269	273	276	279	283
在建工程	1	0	1	1	1
无形资产	15	15	16	18	24
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	-	-	-	-	-
非流动资产合计	509	593	575	629	686
总负债	1,086	646	531	813	1,109
短期借款	214	272	157	356	558
应付账款	124	188	235	296	365
应付票据	25	21	19	24	29
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	70	3	3	3	3
流动负债合计	1,058	597	497	779	1,074
长期借款	24	30	30	30	30
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	2	2	2	2
非流动负债合计	28	49	35	35	35
股东权益	1,355	1,360	1,495	1,646	1,843
股本	320	320	320	320	320
公积金	580	592	606	625	649
未分配利润	453	448	568	699	871
归属母公司权益	1,354	1,361	1,495	1,645	1,841
少数股东权益	1	-1	0	1	2

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	5.62%	4.24%	5.00%	5.00%	5.00%
管理费用率	8.46%	5.91%	6.00%	6.00%	6.00%
财务费用率	-0.44%	-0.03%	0.23%	0.30%	0.33%
研发费用率	18.23%	12.73%	10.00%	10.00%	10.00%
所得税率	0%	24%	15%	15%	15%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.06	0.02	0.11	0.14	0.19
每股经营现金流	0.22	0.01	0.36	-0.02	0.05
每股净资产	4.23	4.25	4.67	5.14	5.75
每股销售收入	2.41	3.49	4.47	5.63	6.98

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	104	305	58	44	34
PB	6.0	6.0	5.5	5.0	4.4
EV/EBITDA	49.9	50.1	33.4	27.9	23.0
股息率	0.2%	0.1%	0.4%	0.6%	0.7%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP