

恒为科技 (603496.SH)

利润与现金流修复，积极拓展智算业务

事件：公司发布 2025 年年报，全年实现营业收入 10.5 亿元，同比下降 6.31%；实现归母净利润 0.35 亿元，同比增长 30%；扣非归母净利润 0.3 亿元，同比增长 33%。经营活动产生的现金流量净额达到 1.55 亿元，同比大幅改善 6160%。

收入短期承压但利润与现金流显著修复，公司迈入“质量优先”高质量发展阶段。2025 年公司营收出现小幅下滑，核心在于智能系统平台业务主动收缩了附加值较低的部分算力一体机业务。但从利润端来看，归母净利润与扣非净利润均实现 30% 以上的高增长，体现出公司向高毛利、高壁垒业务转型的战略成效显著。更为亮眼的是，公司全年经营性现金流大幅跃升至 1.55 亿元（2024 年为 0.02 亿元），远超净利润增速，我们认为经营性净现金流的改善，本质反映出公司在项目交付与回款节奏上的实质性改善，订单质量与收入确认更加扎实，财务报表整体质量显著提升。

网络可视化基本盘稳健增长，AI 赋能拓展“智算可视化”新边界。2025 年网络可视化业务实现收入 4.5 亿元，同比增长 18%，主要驱动力在于运营商项目持续推进及验收节奏加快，公司中标份额稳步提升，行业竞争力进一步增强。同时，公司积极推动 AI 技术与相关业务的深度融合，在数据采集、流量识别等核心环节借助 AI 实现技术升维，并将传统网络可视化能力延伸至“智算可视化”，切入智算中心运维、算力调优及智能体安全监测等新兴环节。随着数据要素价值凸显、AIGC 监管常态化以及算网融合趋势的深化，该业务有望继续维持稳健增长与高壁垒属性。

智能系统平台战略升级，前瞻布局 OCS 光交换与超节点打开估值弹性。2025 年公司智能系统平台业务实现收入 5.98 亿元，同比下降 19%，主要系主动优化业务结构所致。公司正加速从单纯的“硬件销售”向“高端算力基础设施+解决方案+运营服务”全面升级。值得重视的是，在产品技术端，公司与合作伙伴联合推出了纳秒级低延时 OCS 光交换机，并探索在正交架构下实现全光或光电混合互联超节点的可能性，若后续商业化落地顺利，公司估值体系有望迎来重大跃升。

投资建议：公司是国内优秀的网络可视化及智能系统平台提供商，产品与技术布局蓄势待发。因行业竞争加剧调盈利预期，预计公司 2026-2028 年营业收入为 11/13/13 亿元，归母净利润为 0.5/0.6/0.7 亿元，对应 PE 分别为 222/171/144 倍，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧；下游需求受政策影响风险，供应链风险。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1,117	1,047	1,148	1,265	1,337
增长率 yoy (%)	44.8	-6.3	9.7	10.2	5.7
归母净利润（百万元）	27	35	45	59	70
增长率 yoy (%)	-65.9	30.1	29.8	30.2	18.7
EPS 最新摊薄（元/股）	0.08	0.11	0.14	0.18	0.22
净资产收益率 (%)	2.0	2.5	3.2	4.0	4.6
P/E (倍)	375.7	288.7	222.4	170.9	144.0
P/B (倍)	7.4	7.3	7.1	6.9	6.6

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2026 年 04 月 22 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	计算机设备
前次评级	买入
04 月 22 日收盘价（元）	31.50
总市值（百万元）	10,086.59
总股本（百万股）	320.21
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	14.51

股价走势



作者

分析师	宋嘉吉
执业证书编号	S0680519010002
邮箱	songjiaji@gszq.com
分析师	黄瀚
执业证书编号	S0680519050002
邮箱	huanghan@gszq.com
分析师	石瑜捷
执业证书编号	S0680523070001
邮箱	shiyujie@gszq.com

相关研究

- 《恒为科技（603496.SH）：业绩略超预期，算力业务有望成为新增长极》 2024-04-29
- 《恒为科技（603496.SH）：一体机首单落地，算力业务提速》 2023-12-20
- 《恒为科技（603496.SH）：智算业务蓄势待发，成长空间广阔》 2023-10-26

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1413	1307	1523	1531	1635
现金	309	366	245	294	329
应收票据及应收账款	566	446	557	593	625
其他应收款	9	1	4	4	4
预付账款	3	9	170	96	119
存货	436	404	475	481	507
其他流动资产	90	82	72	62	52
非流动资产	593	496	492	483	471
长期投资	69	70	70	70	70
固定资产	273	284	281	273	263
无形资产	15	14	14	13	13
其他非流动资产	236	129	128	127	126
资产总计	2006	1803	2016	2013	2106
流动负债	597	412	590	544	584
短期借款	272	146	146	146	146
应付票据及应付账款	209	221	239	254	273
其他流动负债	116	45	206	143	165
非流动负债	49	3	3	3	3
长期借款	30	0	0	0	0
其他非流动负债	19	3	3	3	3
负债合计	646	415	594	547	587
少数股东权益	-1	-1	-2	-3	-4
股本	320	320	320	320	320
资本公积	525	526	526	526	526
留存收益	515	542	576	622	676
归属母公司股东权益	1361	1389	1424	1469	1523
负债和股东权益	2006	1803	2016	2013	2106

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2	155	-94	74	62
净利润	26	34	44	58	69
折旧摊销	31	36	19	20	21
财务费用	3	4	0	0	0
投资损失	1	1	1	1	1
营运资金变动	-142	40	-178	-26	-49
其他经营现金流	83	39	20	20	20
投资活动现金流	-18	3	-16	-11	-11
资本支出	-17	-8	-15	-10	-10
长期投资	-2	10	0	0	0
其他投资现金流	2	1	-1	-1	-1
筹资活动现金流	-136	-106	-10	-14	-16
短期借款	58	-126	0	0	0
长期借款	6	-30	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	2	1	0	0	0
其他筹资现金流	-202	49	-10	-14	-16
现金净增加额	-151	52	-121	49	35

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1117	1047	1148	1265	1337
营业成本	759	742	795	861	917
营业税金及附加	7	7	8	9	9
营业费用	47	47	65	67	64
管理费用	66	66	80	91	96
研发费用	142	132	149	170	171
财务费用	0	2	-4	-2	-3
资产减值损失	-30	-41	-20	-20	-20
其他收益	26	26	17	15	16
公允价值变动收益	-4	0	0	0	0
投资净收益	-1	-1	-1	-1	-1
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	35	34	50	64	77
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	0	1	0	0
利润总额	34	34	49	64	76
所得税	8	0	5	6	8
净利润	26	34	44	58	69
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	27	35	45	59	70
EBITDA	74	73	65	82	95
EPS (元/股)	0.08	0.11	0.14	0.18	0.22

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	44.8	-6.3	9.7	10.2	5.7
营业利润(%)	-53.8	-1.6	45.1	30.2	18.7
归属母公司净利润(%)	-65.9	30.1	29.8	30.2	18.7
获利能力					
毛利率(%)	32.0	29.1	30.7	32.0	31.4
净利率(%)	2.4	3.3	4.0	4.7	5.2
ROE(%)	2.0	2.5	3.2	4.0	4.6
ROIC(%)	1.9	2.4	2.6	3.5	4.0
偿债能力					
资产负债率(%)	32.2	23.0	29.5	27.2	27.9
净负债比率(%)	3.9	-15.7	-6.8	-9.9	-11.9
流动比率	2.4	3.2	2.6	2.8	2.8
速动比率	1.5	2.0	1.4	1.6	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	2.5	2.4	2.6	2.5	2.5
应付账款周转率	4.9	4.0	4.2	4.2	4.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.08	0.11	0.14	0.18	0.22
每股经营现金流(最新摊薄)	0.01	0.48	-0.29	0.23	0.19
每股净资产(最新摊薄)	4.25	4.34	4.45	4.59	4.76
估值比率					
P/E	375.7	288.7	222.4	170.9	144.0
P/B	7.4	7.3	7.1	6.9	6.6
EV/EBITDA	118.5	116.6	154.8	121.4	104.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 22 日收盘价

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com