

证券研究报告—动态报告

信息技术

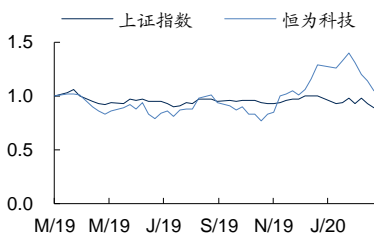
通信

恒为科技(603496)
增持

2019 年年报点评

(维持评级)

2020 年 03 月 27 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	202/109
总市值/流通(百万元)	4,445/2,399
上证综指/深圳成指	2,765/10,155
12个月最高/最低(元)	36.24/16.60

相关研究报告:

《恒为科技-603496-重大事件快评:网络可视化龙头中标移动大单,跨越拐点成长可期》——2019-12-05

证券分析师:熊莉

E-MAIL: xiongli1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519030002

证券分析师:库宏鑫

电话: 021-60875168
 E-MAIL: kuhongyao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520010001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

嵌入式业务快速增长,网络可视化有望反弹

● 2019 年整体营收保持平稳, 利润大幅下降

2019 年公司实现营收 4.34 亿元, 同比增长 0.63%; 归母净利润 0.67 亿元, 同比下降 35.97%; 扣非归母净利润为 0.61 亿元, 同比下降 36.98%。整体营收几乎没有增长, 主要是因为网络可视化最终用户集采延后导致。利润端大幅下滑, 主要是因为公司为 2020 年行业重回景气周期加大了市场和研发投入。公司员工数同比增长 44.51%, 其中主要以技术人员为主; 研发费用同比增长 42.69%; 公司销售费用同比增长 79.48%。费用端的高投入, 导致了公司 2019 年利润大幅下滑。

● 网络可视化短期下滑, 2020 年期待反转

2019 年可视化业务收入 3.15 亿元, 同比下滑 12.94%; 毛利率提升 5.74 个百分点, 达到 64.82%。当前运营商在推进基础网络升级换代的战略下, 一些网络可视化相关项目被往后推延, 因此 2019 年公司受到较大的影响, 同时也为 2020 年订单集中释放打下基础。公司当前积极开展模式转型, 直接参与运营商集采, 并在中国移动 2019-2020 年汇聚分流集中采购项目中获得了中标总金额第二的佳绩。公司拓展新的细分行业市场, 并且在互联网、金融、教育等领域继续获得进展和回报。

● 嵌入式与融合计算平台业务增长超预期

2019 年嵌入式业务收入 1.15 个亿, 同比增长 67.61%; 毛利率下降 14.25 个百分点, 达到 27.45%。在嵌入式业务上, 公司把重心放在了国产自主信息化方向, 与飞腾、盛科、龙芯等国内芯片厂商建立深度合作伙伴关系, 开发出一系列国产自主产品和技术平台, 覆盖了计算、网络、存储、安全等 IT 基础设施和嵌入式领域的市场需求。随着当前信创市场的需求持续升温, 公司嵌入式业务仍会保持高增长。

● 风险提示: 运营商等下游网络可视化投入不及预期; 信创增速放缓。
● 投资建议: 给予“增持”评级。

预测 2020-2022 年收入为 6.77/9.37/12.24 亿元, 归母净利润为 1.64/2.25/2.89 亿元, 利润年增速分别为 144%/37%/28%, 摊薄 EPS=0.81/1.11/1.42 元。维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

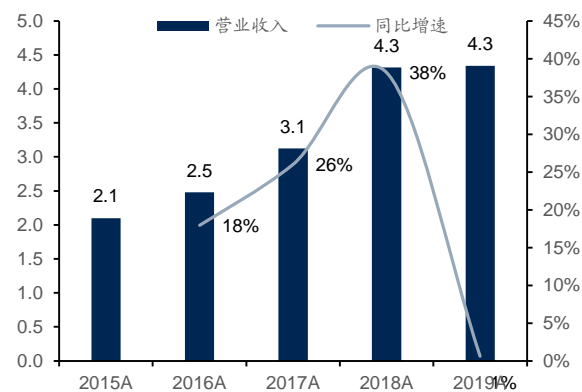
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	431	434	677	937	1,224
(+/-%)	38.2%	0.6%	55.9%	38.5%	30.5%
净利润(百万元)	105	67	164	225	289
(+/-%)	39.8%	-36.0%	143.8%	37.2%	28.1%
摊薄每股收益(元)	0.7	0.3	0.8	1.1	1.4
EBIT Margin	40.0%	37.6%	19.6%	20.3%	20.5%
净资产收益率(ROE)	14.0%	8.4%	18.6%	22.5%	25.2%
市盈率(PE)	42.3	66.1	27.1	19.8	15.4
EV/EBITDA	18.5	27.2	35.4	25.6	19.9
市净率(PB)	5.9	5.6	5.0	4.5	3.9

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

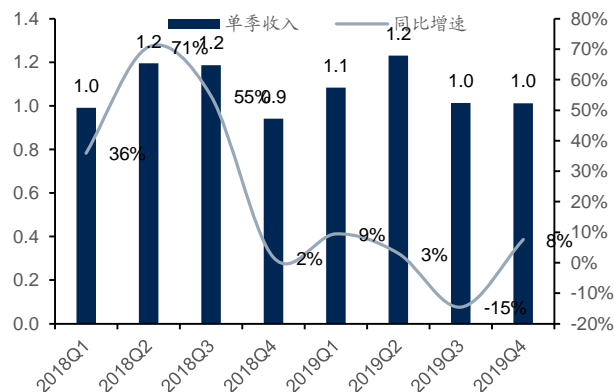
营收与去年持平，四季度利润大幅下滑。2019 年公司实现营收 4.34 亿元，同比增长 0.63%；归母净利润 0.67 亿元，同比下降 35.97%。公司是国内网络可视化头部厂商之一，主要深耕运营商市场；2019 年受到运营商订单推迟的影响，可视化业务出现一定下滑。但是嵌入式业务受到整体信创需求的升温，快速增长带动公司整体营收保持平稳。从季度来看，公司四季度出现亏损，主要是因为大量费用在四季度确认。2020 年无论是 5G 等新基建投入带来的可视化订单的释放，还是信创市场继续保持高投入，公司业务均会重回景气周期。因此，公司也提前加大了研发和市场投入，较高的费用率导致公司 2019 年利润大幅下降。当前受到疫情影响，2020 年一季度公司可能仍面临压力。但是中长期内，公司双主业仍具有较强的增长动力。

图 1：恒为科技营业收入及增速（单位：亿元、%）



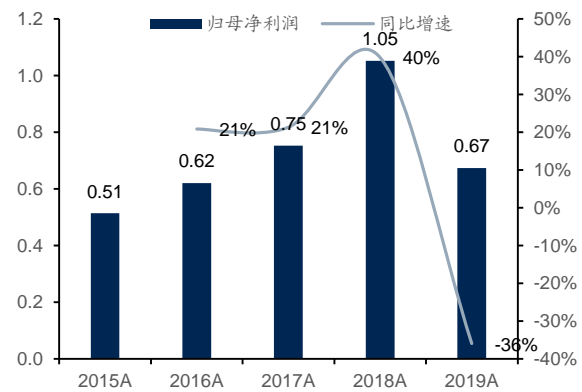
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：恒为科技单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



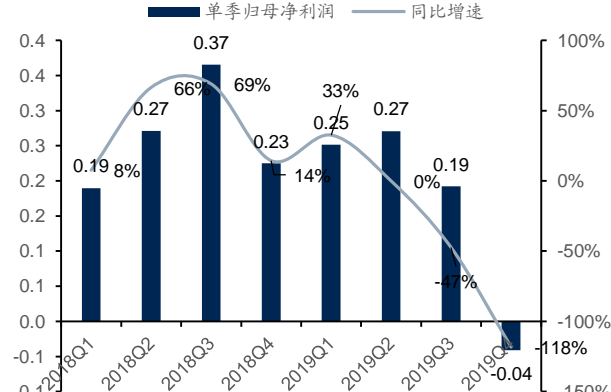
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：恒为科技归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

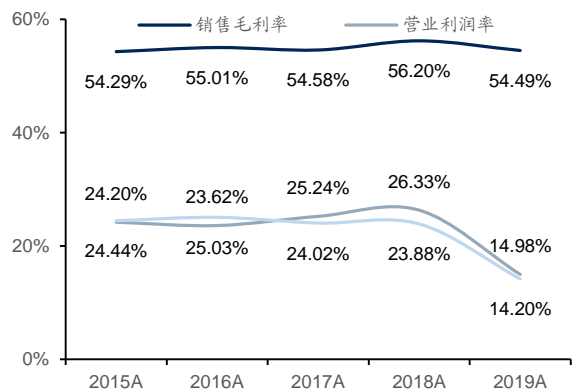
图 4：恒为科技单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

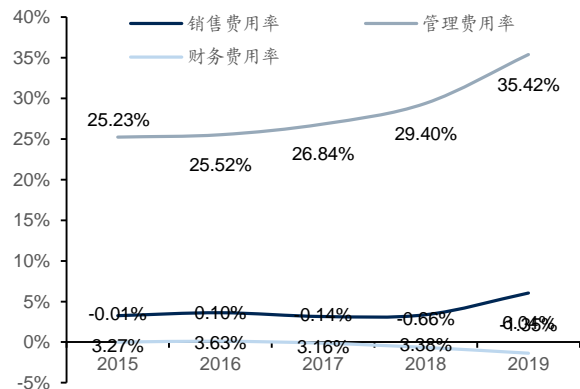
公司毛利率整体保持稳定，2019 年销售费用和研发费用增长较大。分业务来看，可视化业务毛利率提升 5.74 个百分点，达到 64.82%；嵌入式业务毛利率下降 14.25 个百分点，达到 27.45%。公司整体毛利率保持稳定，但是净利率大幅下降。主要也是因为人员的高增长带来了费用的高投入。研发上，研发费用同比增长 42.69%，研发费用率增加 7.48 个百分点；市场上，公司销售费用同比增长 79.48%，销售费用率增加 2.66 个百分点。

图 5: 恒为科技毛利率、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

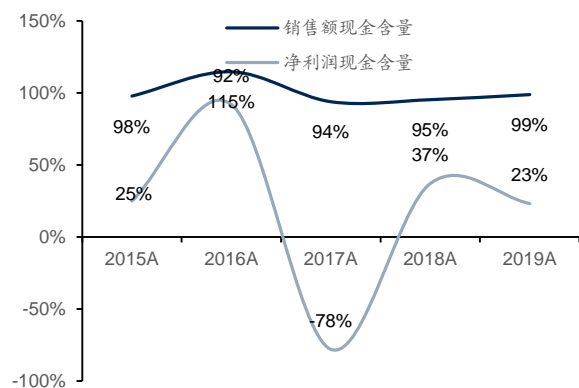
图 6: 恒为科技三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

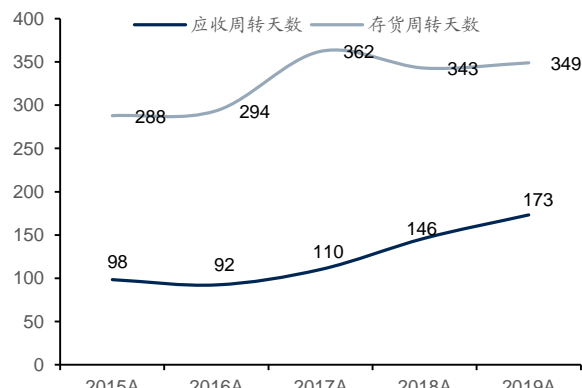
2019 年公司销售商品收到的现金为 4.29 亿, 去 2018 年有所提升。经营活动现金净流量为 0.16 亿, 整体有所下降。公司整体现金流情况依然较差。公司存货周转天数整体保持平稳, 应收账款周转天数持续增长。

图 7: 恒为科技经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 恒为科技主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持“买入”评级。考虑到当前运营商 2020 年对网络可视化投入回暖, 以及信创行业具备持续性的高需求。预测 2020-2022 年收入为 6.77/9.37/12.24 亿元, 归母净利润为 1.64/2.25/2.89 亿元, 利润年增速分别为 144%/37%/28%, 摊薄 EPS=0.81/1.11/1.42 元。维持“增持”评级。

表 1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 200229	总市值 亿元	EPS				PE			ROE (19A)	PEG (20E)	投资 评级	
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E				
603496	恒为科技	21.96	44.45	0.3	0.8	1.1	1.4	66.5	27.1	19.8	15.5	8.4	0.19	增持
002912	中新赛克	158.06	168.68	2.8	3.7	5.2	7.1	57.3	42.3	30.3	22.4	6.1	1.19	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2021E		2019	2020E	2021E	2021E
现金及现金等价物	74	100	120	130	营业收入	434	677	937	1224
应收款项	286	408	514	603	营业成本	198	302	427	560
存货净额	207	277	367	450	营业税金及附加	4	7	9	12
其他流动资产	185	203	281	367	销售费用	26	32	39	45
流动资产合计	752	988	1281	1551	管理费用	44	203	272	355
固定资产	0	5	10	12	财务费用	(6)	(1)	1	3
无形资产及其他	2	2	3	4	投资收益	3	3	3	3
投资性房地产	204	204	204	204	资产减值及公允价值变动	10	(1)	(1)	(1)
长期股权投资	6	7	9	11	其他收入	(117)	29	35	40
资产总计	963	1207	1508	1782	营业利润	65	165	226	289
短期借款及交易性金融负债	19	52	143	166	营业外净收支	(0)	0	0	0
应付款项	84	133	187	245	利润总额	65	165	226	289
其他流动负债	56	141	193	251	所得税费用	3	15	20	26
流动负债合计	159	326	523	662	少数股东损益	(6)	(14)	(20)	(25)
长期借款及应付债券	5	5	5	5	归属于母公司净利润	67	164	225	289
其他长期负债	1	1	1	1					
长期负债合计	6	6	6	6	现金流量表 (百万元)				
负债合计	164	332	529	668	净利润	67	164	225	289
少数股东权益	(2)	(10)	(20)	(33)	资产减值准备	13	24	21	24
股东权益	801	885	999	1146	折旧摊销	7	2	4	6
负债和股东权益总计	963	1207	1508	1782	公允价值变动损失	(10)	1	1	1
					财务费用	(6)	(1)	1	3
关键财务与估值指标					营运资本变动	(372)	(52)	(146)	(119)
每股收益	0.33	0.81	1.11	1.42	其它	(16)	(31)	(31)	(36)
每股红利	0.16	0.40	0.55	0.70	经营活动现金流	(311)	108	75	164
每股净资产	3.95	4.36	4.93	5.65	资本开支	118	(33)	(33)	(33)
ROIC	20%	14%	17%	19%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	8%	19%	23%	25%	投资活动现金流	116	(35)	(35)	(35)
毛利率	54%	55%	54%	54%	权益性融资	10	0	0	0
EBIT Margin	38%	20%	20%	20%	负债净变化	5	0	0	0
EBITDA Margin	39%	20%	21%	21%	支付股利、利息	(33)	(81)	(111)	(142)
收入增长	1%	56%	39%	31%	其它融资现金流	56	34	91	23
净利润增长率	-36%	144%	37%	28%	融资活动现金流	10	(47)	(20)	(119)
资产负债率	17%	27%	34%	36%	现金净变动	(186)	26	20	10
息率	0.7%	1.8%	2.5%	3.2%	货币资金的期初余额	260	74	100	120
P/E	66.1	27.1	19.8	15.4	货币资金的期末余额	74	100	120	130
P/B	5.6	5.0	4.5	3.9	企业自由现金流	(93)	38	(1)	82
EV/EBITDA	27.2	35.4	25.6	19.9	权益自由现金流	(32)	72	88	102

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 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 楼

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