

## 公司研究

## 智能系统平台业务持续增长，智能运维开辟新增长空间

——恒为科技（603496.SH）跟踪报告之一

## 增持（维持）

当前价：10.60元

## 作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebscn.com

分析师：石崎良

执业证书编号：S0930518070005

021-52523856

shiqil@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	2.28
总市值(亿元):	24.16
一年最低/最高(元):	8.98/18.53
近3月换手率:	77.77%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.73	-11.25	-1.52
绝对	-9.86	-26.90	-24.05

资料来源：Wind

## 相关研报

Q2 盈利大幅好转，定增落地助力长期发——恒为科技（603496.SH）2021年中报点评（2021-08-30）

## 要点

## 事件：

公司发布 2021 年年报及 2022 年一季报，2021 年公司实现营收 6.78 亿元，同比增长 27.21%；实现归母净利润 5344 万元，同比增长 46.83%；实现扣非后归母净利润 1012 万元，同比下降 67.26%。2022Q1 公司实现营收 1.51 亿元，同比增长 27.38%；实现归母净利润 2192 万元，实现扣非后归母净利润 1905 万元，均扭亏为盈。

## 点评：

**21 年网络可视化业务重回增长通道，智能系统平台业务保持高速增长。** 21 年分业务来看：

(1) 网络可视化业务营收为 3.19 亿元，同比增长 8.96%，毛利率为 49.88%，同比-5.68pct。网络可视化业务重回增长通道，在主流运营商市场，公司继续扩大领先优势，受疫情和全球芯片供应影响导致部分市场项目收入延迟至下半年确认；在细分的企业和行业市场，公司在重点布局的金融领域获得进一步突破，产品和解决方案进入多家国有银行和商业银行，逐渐成为领域内头部厂商。

(2) 智能系统平台业务营收为 3.37 亿元，同比增长 48.82%，毛利率为 21.62%，同比+3.17pct。公司紧跟上游国产自主芯片的最新进展，持续推出系列基于最新国产化平台的计算、存储、安全、交换类产品和解决方案，配套国家信息创新升级战略、工业互联网、工业智能化产业升级、行业大客户等，在轨道交通、电力、信息安全、企业客户等多个市场持续斩获。

**运营商和政府侧需求提升，打开网络可视化市场空间。** 得益于 5G 网络的逐步建设及大数据治理的大力发展，运营商市场需求表现总体向好。公司 21 年在中国移动的数次集采中获得领先优势，参与的中国移动 2021 年至 2022 年汇聚分流设备集中采购中，在标包 1、2、3 中均获得了中标份额和金额第一的成绩。此外，政府行业的网络可视化应用需求也开始显现，近年来的国际形势日趋严峻，国际环境异常复杂，进一步促使国家加强对信息安全的重视。2021 年末政府行业的网络可视化应用需求开始出现较多项目机会，预计 2022 年公司政府侧订单将会延续增长。

**国产自主信息化快速发展，智能系统平台业务深度受益。** 国产自主信息化技术是近年来党政办公和各行各业信息化、数字化发展的基础技术保障，呈现出快速增长态势。《国家信息化发展战略纲要》中也已明确提出要求，在 2025 年“根本改变核心技术受制于人的局面，形成安全可控的信息技术产业体系”。公司在国产自主领域长期进行前瞻性地坚定投入和技术积累，逐步形成相关领域内的技术优势，是市场上少有的同时在智能系统两大领域：嵌入式和通用信息化领域全面布局的企业，预计公司未来将持续深度受益于国产信息化浪潮。

**募投项目有序推进，未来将进一步提升公司生产交付能力和品质。** 公司 2021 年非公开发行的募投项目正在有序稳步实施中。其中，新建年产 30 万台网络及计算设备项目，位于长三角一体化先行启动区的嘉善中新现代产业园的智能制造及服务基地已经开工建设快满一年，预计于 2022 年底开始投产。该基地的成功建设，将进一步提升公司的生产制造能力，实现供应链体系闭环，并成为公司未来的核心竞争能力之一。

**研发持续加码，智能运维有望开辟新成长空间。**2021 年公司研发费用为 1.34 亿元，同比增长 19.03%，占当年销售收入的 19.74%。截至 2021 年底，公司合计拥有软件著作权 103 项，专利 16 项，其中，发明专利 8 项，实用新型专利 5 项；目前在受理状态发明专利 68 项。公司 20-21 年培育的以智能巡检机器人、智能工控柜等为核心的智能运维产品初见成效，开始在轨道交通、智慧园区等领域应用。此外，公司在已有的智能巡检机器人产品方向上进行延展，向工业和新能源领域的智能运维方向持续开拓，开发了多场景轮式机器人产品，并开始投入光伏电站清扫巡检机器人、可视化综合能源管理平台的研发，有望开辟新的长期发展赛道。

**盈利预测、估值与评级：**考虑到长三角地区疫情对公司经营的影响，同时结合公司 2021 年业绩和 2022 年一季报情况，我们将公司 2022 年、2023 年归母净利润预测由 1.53 亿/1.89 亿元下调至 0.82 亿/1.03 亿元，下调幅度为 -46.4%/-45.5%，同时新增 24 年盈利预测。预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 8.2 亿/10.3 亿/12.9 亿元，归母净利润分别为 0.82 亿/1.03 亿/1.29 亿元，对应 PE 分别为 29X/23X/19X，公司目前估值水平较低，PE (TTM) 处于过去 3 年 10%分位数以下水平，我们看好国产信息化浪潮下公司智能系统平台业务的快速增长和智能运维业务的持续突破，维持“增持”评级。

**风险提示：**下游需求不及预期，智能运维拓展进度不及预期，行业竞争加剧。

**表 1：公司盈利预测与估值简表**

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	533	678	821	1,033	1,291
营业收入增长率	22.81%	27.21%	21.03%	25.84%	25.00%
净利润 (百万元)	36	53	82	103	129
净利润增长率	-45.95%	46.83%	53.57%	25.85%	25.16%
EPS (元)	0.18	0.23	0.36	0.45	0.57
ROE (归属母公司) (摊薄)	4.46%	4.55%	6.53%	7.60%	8.68%
P/E	59	45	29	23	19
P/B	2.6	2.1	1.9	1.8	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-05-06

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	533	678	821	1,033	1,291
营业成本	325	437	502	616	777
折旧和摊销	9	12	15	24	35
税金及附加	3	4	3	4	5
销售费用	27	35	41	52	52
管理费用	41	53	62	73	90
研发费用	112	134	164	188	232
财务费用	-2	3	1	8	22
投资收益	5	23	12	14	18
营业利润	36	54	98	121	149
利润总额	36	54	89	112	140
所得税	5	4	7	9	10
净利润	31	50	82	103	129
少数股东损益	-5	-4	0	0	0
归属母公司净利润	36	53	82	103	129
EPS(元)	0.18	0.23	0.36	0.45	0.57

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-79	-66	-102	-46	-41
净利润	36	53	82	103	129
折旧摊销	9	12	15	24	35
净营运资金增加	-47	108	167	205	258
其他	-77	-239	-366	-378	-463
投资活动产生现金流	101	-54	-202	-311	-282
净资本支出	-21	-54	-250	-250	-250
长期投资变化	31	39	0	0	0
其他资产变化	91	-38	48	-61	-32
融资活动现金流	59	283	136	399	374
股本变化	-2	27	0	0	0
债务净变化	71	27	137	406	396
无息负债变化	121	57	49	74	109
净现金流	80	164	-168	42	52

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	39.0%	35.6%	38.9%	40.3%	39.8%
EBITDA 率	9.6%	7.2%	9.4%	13.6%	14.7%
EBIT 率	7.5%	5.0%	7.6%	11.2%	12.0%
税前净利润率	6.7%	7.9%	10.8%	10.9%	10.8%
归母净利润率	6.8%	7.9%	10.0%	10.0%	10.0%
ROA	2.7%	3.1%	4.4%	4.2%	4.2%
ROE (摊薄)	4.5%	4.6%	6.5%	7.6%	8.7%
经营性 ROIC	4.5%	3.3%	4.0%	5.5%	5.8%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	31%	27%	33%	45%	52%
流动比率	2.51	2.75	1.97	1.37	1.17
速动比率	1.37	1.52	0.98	0.68	0.57
归母权益/有息债务	8.62	9.67	4.87	2.05	1.40
有形资产/有息债务	12.13	13.02	6.80	3.44	2.71

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	1,169	1,615	1,882	2,466	3,101
货币资金	155	333	164	207	258
交易性金融资产	0	0	10	10	10
应收账款	238	228	306	385	481
应收票据	70	36	43	54	68
其他应收款 (合计)	1	1	1	1	2
存货	402	534	616	760	963
其他流动资产	11	19	19	19	19
流动资产合计	886	1,197	1,229	1,509	1,876
其他权益工具	0	14	14	14	14
长期股权投资	31	39	39	39	39
固定资产	163	163	233	320	419
在建工程	0	30	128	201	256
无形资产	4	16	65	114	161
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	-	4	4	4	4
非流动资产合计	283	418	653	958	1,225
总负债	357	441	626	1,107	1,612
短期借款	90	118	158	564	961
应付账款	127	217	249	306	386
应付票据	68	67	77	95	120
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	21	1	1	1	1
流动负债合计	353	435	624	1,105	1,610
长期借款	1	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2	0	0	0	0
非流动负债合计	4	5	2	2	2
股东权益	812	1,174	1,256	1,359	1,488
股本	201	228	228	228	228
公积金	340	621	629	639	652
未分配利润	291	327	401	494	610
归属母公司权益	815	1,174	1,256	1,360	1,489
少数股东权益	-3	0	0	0	0

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	5.09%	5.12%	5.00%	5.00%	4.05%
管理费用率	7.72%	7.85%	7.50%	7.10%	7.00%
财务费用率	-0.41%	0.46%	0.07%	0.73%	1.69%
研发费用率	21.10%	19.74%	20.00%	18.20%	18.00%
所得税率	13%	8%	8%	8%	8%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-0.40	-0.29	-0.45	-0.20	-0.18
每股净资产	4.06	5.15	5.51	5.96	6.53
每股销售收入	2.65	2.98	3.60	4.53	5.66

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	59	45	29	23	19
PB	2.6	2.1	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	44.0	50.5	34.0	21.4	17.9
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 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与、不与，也将不会与本报告中具体的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”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。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

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 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  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE